

Laskentatoimen suuntautumisvaihtoehto



7156

Laskentatoimen
pro gradu -tutkielma
Sami Sormunen
Syyslukukausi 1997

Laskentatoimen _____ laitoksen
laitosneuvoston kokouksessa 22 / 1 1998 hyväksytty
arvosanalla _____ magna cum laude approbatur
KTT Juha Kinnunen KTT Vesa Puttonen

OPTIOLAINA JOHDON KANNUSTINJÄRJESTELMÄN OSANA: CASE METRA

Tutkimuksen tavoitteet

Tutkimuksen empiirisen osan tavoitteena oli kyselytutkimuksen avulla selvittää miten Metra-konsernin johdon optiolainoja merkinneet johtajat kokivat optiolainojen käytön osana johdon kannustinjärjestelmää ja millaisia vaikutuksia optiolainoilla oli heidän toimintaansa. Tutkimuksen teoreettisena pohjana oli päämies-agentti -teoria sekä erilaiset menetelmät, joiden avulla päämies-agentti -suhteen ristiriitoja voidaan vähentää.

Lähdeaineisto

Tutkimuksen teoreettisen osan lähteinä olivat lähinnä amerikkalaiset alan oppikirjat ja tieteelliset julkaisut. Tutkimuksen empiirisen osan kyselytutkimus suoritettiin lähettämällä kaikille Metran johdon optiolainoja merkinneille johtajille kyselylomake.

Aineiston käsittely

Kyselyyn saadut vastaukset käsiteltiin tutkimuksen empiirisen osassa kysymys kerrallaan ja vastausten jakaumaa verrattiin sekä teorian vaatimuksiin että Metran osakkeenomistajien tavoitteisiin. Vertailun perusteella tehtiin johtopäätökset optiolainojen vaikutuksista ja tuotiin esille parannusmahdollisuuksia. Empiirisessä osassa myös analysoitiin Metran liikkellelaskemien optiolainojen lainaehdot ja laskettiin lainojen teoreettiset arvot, joita sitten verrattiin johtajien käsityksiin lainojen arvoista.

Tulokset

Metran johtajien käsitykset optiolainoista ja niiden vaikutuksista vastaavat kohtuullisen hyvin sekä teorian vaatimuksia että Metran osakkeenomistajien tavoitteita. Suurimmat erot tulevat esille mm. siinä, millaisia vaikutuksia johtajat kokevat osinkosuhteen nostamisella olevan optiotodistusten arvoon ja minkä arvoisina he merkitsemiään optiolainoja pitävät.

Avainsanat

Optiolaina, kannustinjärjestelmä, päämies-agentti -teoria

SISÄLLYSLUETTELO

1 JOHDANTO	1
1.1 Tutkimusalue	1
1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimusasetelma	2
1.2.1 Tutkimuksen tavoite	2
1.2.2 Case-tutkimuksen erityispiirteitä	3
1.3 Tutkimuksen sisältö ja käytetyt lähteet	5
2 KANNUSTINJÄRJESTELMIEN TEOREETTISET LÄHTÖKOHDAT	8
2.1 Yritys ja sen toiminnan tavoite	8
2.2 Agenttiteoria	10
2.2.1 Päämies-agentti -suhde	10
2.2.2 Agenttikustannukset	12
2.2.3 Agenttikustannusten hallinta	15
2.3 Johdon kannustinjärjestelmät	17
2.3.1 Hyvän kannustinjärjestelmän ominaisuudet	19
2.3.2 Kannustinmenetelmien luokittelu	20
2.3.2.1 Yrityksen voitosta riippumattomat menetelmät	21
2.3.2.2 Yrityksen kirjanpidollisesta tuloksesta riippuvat menetelmät	24
2.3.2.3 Yrityksen markkina-arvosta riippuvat menetelmät	26
3 OPTIOLAINA OSANA KANNUSTINJÄRJESTELMÄÄ	31
3.1 Optiolainan yleiskuvaus	31
3.2 Optiolainojen edut	32
3.3 Optiolainojen haitat	33
3.4 Yhteenveto eduista ja haitoista	34
3.5 Optiolainojen muunnelmia	37
3.6 Optiolainan arvonmääritys	39
3.6.1 Optiolainan optio-osan arvo	39
3.6.2 Optiolainan lainaosan arvo	43
3.7 Optiolainan verotuskäsittely merkitsijän kannalta	43
4 OPTIOLAINOJA KOSKEVA AIKAISEMPI EMPIIRINEN TUTKIMUS	45
4.1 Ulkomainen empiirinen tutkimus	45
4.2 Kotimainen empiirinen tutkimus	46
5 METRA-KONSERNI JA KONSERNIN KANNUSTINJÄRJESTELMÄ	47
5.1 Metra-konserni	47
5.1.1 Konsernin yleiskuvaus	47
5.1.2 Konsernirakenteen muutokset	47
5.1.3 Konsernin omistusrakenne	48

5.2 Metran johdon kannustinjärjestelmä	50
5.2.1 Järjestelmän yleiskuvaus	50
5.2.2 Bonusjärjestelmä	51
5.3 Optiolainat osana Metran kannustinjärjestelmää	51
5.3.1 Optiolainojen ehdot	51
5.3.2 Optiolainojen tavoitteet ja lainojen ehdot	53
5.3.3 Muut optiolainojen ehdot	59
5.3.4 Optiolainojen arvot	60
 6 METRAN JOHTAJIEN KOKEMUKSET OPTIOLAINOISTA OSANA KANNUSTINJÄRJESTELMÄÄ	 65
6.1 Taustamuuttujat	65
6.2 Yleiskysymykset	68
6.3 Kysymykset optiolainojen vaikutuksista	70
6.3.1 Riskinottohalukkuuden muuttuminen	70
6.3.2 Aikahorisontin muuttuminen	71
6.3.3 Kasvun ja kannattavuuden painotuksen muuttuminen	72
6.3.4 Kustannustietoisuuden muutos	73
6.3.5 Suhtautuminen muutokseen	74
6.3.6 Optiolainojen merkitsevyys johtajien työmarkkinoilla	75
6.3.7 Omistajuushenkisyyden luominen	76
6.3.8 Osinkojenmaksuun suhtautumisen muutos	77
6.3.9 Optiolainat keskijohdon kannustamisessa	78
6.3.10 Yhteenvetokysymykset	78
6.4 Käsitys optiolainojen arvosta	80
6.5 "Henkilökohtaiset" kysymykset	82
6.6 Lainojen kehittämistä koskevat kysymykset	87
 7 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	 92
7.1 Optiolainojen tavoitteet ja ehdot	92
7.2 Johtajien kokemukset optiolainoista	93
7.3 Parannusehdotukset Metralle optiolainojen kehittämiseksi	94
7.4 Esiintulleet tutkimusongelmat ja menetelmien käyttökelpoisuus	95
 LÄHTEET	 96
LIITE 1 Metra Oy Ab:n suurimmat osakkeenomistajat	100
LIITE 2 Metran vuonna 1994 liikkeellelaskeman optiolainan lainaehdot	101
LIITE 3 Sopimus, jolla täydennetään Metran vuonna 1994 liikkeellelaskeman optiolainan lainaehtoja	104
LIITE 4 Metran vuonna 1996 liikkeellelaskeman optiolainan lainaehdot	106
LIITE 5 Kyselylomake	109
LIITE 6 Kysymyksen 31 vastausten jakauma	118

“Few trends could so thoroughly undermine the very foundations of our free society as the acceptance by corporate officials of a social responsibility other than to make as much money for their stockholders as possible”.

- Milton Friedman -

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimusalue

Suomessa yritysten johtajien kannustaminen toimimaan osakkeenomistajien edun mukaisesti on viime vuosina saanut yhä enemmän huomiota sekä julkisuudessa että akateemisessa maailmassa. Tähän ovat johtaneet mm. yritysten toiminnan ja omistuksen kansainvälistyminen ja se, että viime vuosikymmenen vaihteessa Suomessa huomattiin mitä voi seurata siitä, kun yrityksen johtajat ensisijaisesti keskittyvät yritysten koon ja vaikutusvallan kasvattamiseen osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin sijasta.

Aikaisemmin oli Suomessakin tyypillistä, että yrityksissä oli yksi omistaja-johtaja, joka yritystä johtamalla johti samalla oman varallisuutensa käyttöä. Yritysten koon kasvaessa ja toiminnan laajetessa on tästä siirrytty kohti tilannetta, jossa yrityksen omistavat yksittäisen kapitalistin asemasta institutionaaliset sijoittajat ja lukuisat yksityishenkilöt. Tämä kehitys on johtanut siihen, että päätösvalta yrityksen toiminnan johtamisesta on delegoitu kuukausipalkkaa ansaitseville ammattijohtajille omistajien valvoessa omaisuutensa käyttöä yrityksen ulkopuolelta, mikäli valvovat sitä lainkaan.

Ongelmana omistuksen hajaantumisessa on se, että ns. palkkajohtajien tavoitteet saattavat usein erota osakkeenomistajien tavoitteista, koska se mikä on johtajan oman edun mukaista, ei välttämättä olekaan osakkeenomistajien edun mukaista. Johtajien pyrkiessä ensisijaisesti oman hyvinvointinsa maksimointiin syntyy tästä ristiriita johtajien ja osakkeenomistajien välille. Esimerkkejä tällaisesta johtajien harjoittamasta oman hyödyn maksimoinnista ovat mm. johtajien vallan ja aseman kasvattaminen asettamalla yrityksen koon kasvattaminen yrityksen kannattavuuden kasvattamisen edelle sekä johtajien oman elintason kohentaminen yrityksen osakkeenomistajien kustannuksella hankkimalla yritykselle esim. suurempia toimitiloja ja edustavampia autoja.

Ristiriitojen tullessa esiin kysymykseksi onkin noussut miten osakkeenomistajat voisivat varmistaa, että yritysjohto todella toimii heidän etunsa mukaisesti. Eräs

ratkaisumalli tähän ongelmaan on yhdistää osakkeenomistajien ja johtajien etu siten, että kummankin ryhmän oman edun mukaista on yrityksen markkina-arvon ja siten osakkeenomistajien varallisuuden kasvu. Tämä voidaan toteuttaa erilaisilla johdon kannustinjärjestelmillä, joista tämän tutkimuksen aiheena ovat johdon optiolainat.

Optiolainan liikkeellelaskemalla yritys (ja siten sen osakkeenomistajat) ottaa yrityksen johtajilta nimellisen summan rahaa lainaksi ja samalla antavat "ilmaiseksi" johtajille optiotodistuksia, jotka oikeuttavat yrityksen uusien osakkeiden merkintään lainassa sovituin ehdoin. Optiotodistukset ovat osto-optioita, joten niiden arvo nousee yrityksen pörssikurssin ja siten osakkeenomistajien varallisuuden arvon noustessa. Täten johtajilla on oma taloudellinen intressi toimia osakkeenomistajien varallisuutta kasvattavalla tavalla.

1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimusasetelma

1.2.1 Tutkimuksen tavoite

Tutkimuksessani pyrin selvittämään, miten optiolainoja käytetään yhdessä suomalaisessa suuryrityksessä, Metra Oy:ssä, osana johdon kannustinjärjestelmää. Tutkimukseni on siten tyypiltään case-tutkimus.

Optiolainojen liikkeellelaskua valmistelleita johtajia haastatteleamalla tutkin, mitkä olivat Metran osakkeenomistajien tavoitteet heidän päättäessään laskea liikkeelle kaksi konsernin ja divisioonien ylimmälle johdolle suunnattua optiolainaa; ensimmäisen vuonna 1994 ja toisen vuonna 1996. Tämän jälkeen analysoin lainojen ehtoja ja vertaan lainoja sekä toisiinsa että tuloksiin, joita Miettinen (1995) on saanut tutkiessaan kaikkien suomalaisten pörssiyritysten liikkeellelaskemia optiolainoja. Vertaan osakkeenomistajien tavoitteita ja lainojen ehtoja myös teoriaan siitä, mitä tavoitteita osakkeenomistajilla on lainoja liikkeellelaskiessaan ja millainen on hyvä optiolaina.

Kyselytutkimuksella selvitän, miten Metran optiolainoja merkinneet johtajat suhtautuvat näihin lainoihin; kokevatko he esimerkiksi, että lainat ovat

kannustaneet heitä toimimaan enemmän Metran osakkeenomistajien edun mukaisesti. Selvitän myös Metran johtajien muita kokemuksia optiolainoista ja niiden ehdoista: mm. mitkä lainojen ehdot ovat herättäneet eniten tyytyväisyyttä ja toisaalta tyytymättömyyttä. Tämän jälkeen vertaan saatuja tuloksia Metran osakkeenomistajien käsityksiin johtajien suhtautumisesta lainoihin ja selvitän, ovatko lainat täyttäneet Metran osakkeenomistajien niille asettamat vaatimukset. Lopuksi vertaan johtajien kokemuksia myös teoriaan siitä, miten johtajat suhtautuvat optiolainoihin kannustinmuotona.

Metrassa kehitetään jatkuvasti kannustinjärjestelmiä yrityksen johdon toiminnan tehostamiseksi, joten tutkimukseni tuloksia ja kommentteja voi myös Metra hyödyntää itse omassa kannustinjärjestelmien kehitystyössään. Tämä kehitystyö vaikuttaa myös siihen, että luotettavaa informaatiota kannustinjärjestelmien rakentamisesta ja tavoitteista oli suhteellisen helposti saatavilla. Case-yritys on lisäksi suuri, kansainvälinen ja pörssilistattu, joten tulosten vertailu esim. Miettisen (1995) tutkimukseen on mahdollista. Onkin huomattava, että Metran vuonna 1994 liikkeellelaskema optiolaina oli mukana myös Miettisen em. tutkimuksessa.

Alkuhypoteesini on, että Metran lainat vastaavat hyvin teorian hyvälle johdon optiolainalle asettamia vaatimuksia ja että Metran osakkeenomistajat ovat optiolainoilla saaneet aikaan haluamansa kaltaista käyttäytymistä ja ajattelutavan muutosta Metran johtajistossa.

1.2.2 Case-tutkimuksen erityispiirteitä

Ryanin ym. (1992, 116) mukaan case-tutkimus on pienen otoksen tutkimus, jonka perusteella on vaikeaa ellei mahdotonta tehdä tilastollisia yleistyksiä tutkittavasta aiheesta. Heidän mukaansa case-tutkimuksella on kuitenkin merkittävä rooli uusien hypoteesien luomisessa tutkittavasta asiasta. Näitä hypoteeseja voidaan case-tutkimuksen jälkeen tutkia laajemmin käyttämällä suurten otosten tutkimuksia. Case-tutkimuksella onkin heidän mukaansa eniten tarjottavaa sellaisilla tieteen alueilla, joissa teoria ei ole vielä pitkälle kehittynyt.

Omalla tutkimuksellani pyrin juuri em. tavalla tutkimaan verrattaen uutta teorian alaa ja sen soveltamista käytännössä ja siten tekemään havaintoja, jotka ovat mahdollisesti hyödyllisiä tulevaisuudessa tehtäessä laajempia tutkimuksia aiheesta. Aikaisemman suomalaisen empiirisen tutkimuksen aiheesta ollessa vähäistä, tarjoaa tutkimukseni lisäksi merkittävää lisäinformaatiota optiolainojen käytöstä Suomessa. Tutkimuksellani pystyn myös mahdollisesti sekä antamaan lisävahvistusta olemassaoleville käsityksille johdon optiolainoista että tuomaan esiin sellaisia uusia näkökulmia optiolainojen tutkimukseen, joita ei rahoitusteoriassa välttämättä korosteta optiolainoja käsiteltäessä. Laajempien yleistysten teko tutkimukseni perusteella on kuitenkin mahdotonta.

Ryanin ym. (1992, 114) mukaan case-tutkimukset voidaan jakaa viiteen luokkaan:

- 1) Deskriptiiviset eli kuvailevat case-tutkimukset
- 2) Illustratiiviset eli uusia käytäntöjä kuvailevat case-tutkimukset
- 3) Eksperimentaaliset eli kokeelliset case-tutkimukset
- 4) Eksploratiiviset eli syitä selvittävät case-tutkimukset
- 5) Eksplanatiiviset eli selittävät case-tutkimukset.

Näiden luokkien rajat ovat kuitenkin häilyviä, joten yksi case-tutkimus voi samanaikaisesti kuulua useampaan luokkaan.

Oma tutkimukseni on osittain deskriptiivinen case-tutkimus, eli pyrin kuvaamaan, miten optiolainoja käytetään esimerkkiyrityksessä. Osittain tutkimukseni on myös sekä eksploratiivinen että eksplanatiivinen, koska pyrin selvittämään, minkä takia optiolainoja käytetään esimerkkiyrityksessä ja siten pyrin tuomaan esiin näkökulmia, joita voidaan myöhemmin tutkia laajemmissa yhteyksissä.

Case-tutkimuksessa voidaan kohdata mm. seuraavanlaisia ongelmia (Ryan ym. 1992, 125-26):

- Rajojen vetäminen tutkittavan asian ympärille on vaikeaa. Case-tutkimuksessa tuleekin yleensä tyytyä siihen, että täydellistä kuvaa tutkittavasta asiasta on hankala ellei mahdoton saada.
- Case-tutkimuksessa korostuu tutkittavan asian sosiaalinen luonne ja se, että myös tutkijan omat käsitykset vaikuttavat tutkimuksen lopputuloksiin. Täten tuloksena

onkin objektiivisen selityksen sijasta sosiaalisen rakennelman tulkinta tutkijan omien käsitysten pohjalta.

- Case-tutkimuksessa korostuu myös luottamuksellisuus ja tutkijan etiikka suhteessa tutkittavaan organisaatioon ja sen henkilöstöön. Luottamuksellisen tiedon saanti tutkittavasta kohteesta voi olla mahdotonta, koska tutkimus julkaistuna on kaikkien luettavissa.

Em. ongelmista ensimmäisen pyrin ratkaisemaan sillä, että keskitän tutkimukseni pääpainon selkeään osaan kokonaisuuden sisällä, eli kahteen Metran liikkeellelaskemaan optiolainaan koko kannustinjärjestelmän sijasta. Optiolainojen ohella mm. vuosittaiset bonukset ovat oleellinen osa Metran kannustinjärjestelmää, mutta tutkimukseni rajauksen vuoksi ne jäävät muiden kannustinmenetelmien tavoin tutkimukseni ulkopuolelle.

Toinen esitetty ongelma on aina läsnä yhteiskuntatieteellisissä tutkimuksissa, joten sen täydellinen eliminointi on mahdotonta. Sen osittain eliminointi on kuitenkin mahdollista pyrkimällä huolellisesti pitäytymään tosiasioissa ja pitämällä tarkoituksellisesti hieman etäisyyttä tutkittavaan organisaatioon ja henkilöstöön.

Kolmas ongelma korostuu tutkimuksessani erityisesti siinä, että kyselylomaketta täytettäessä saattaa johtajalla olla intressi vääristää tuloksia todellisuutta paremman kuvan antamiseksi itsestään ja lainojen hyvydestä. Tätä ongelmaa pyrin ratkaisemaan sillä, että kaikki johtajat vastaavat kyselyyn kirjallisesti ehdottoman anonymiteetin säilyttäen. Otoksen ollessa verrattaen suuri (48 henkilöä) tämä poistanee osan em. ongelmasta.

1.3 Tutkimuksen sisältö ja käytetyt lähteet

Teoreettisena runkona tutkimuksessani toimii ns. agenttiteoria, jonka avulla esitän, minkälaisia ongelmia yrityksessä saattaa syntyä omistajien ja toimivan johdon välille. Agenttiteorian jälkeen käsittelen erilaisia kannustinjärjestelmiä, joiden avulla näitä ongelmia voidaan ratkaista. Näistä kannustinjärjestelmistä pääpaino työssäni

on osakesidonnaisissa pitkän aikavälin järjestelmissä ja niissä erityisesti optiolainoissa.

Optiolainojen osalta tarkastelen työn teoreettisessa osassa lainojen yleispiirteitä ja vertaan suomalaisia optiolainoja maailmalla tunnettuihin optiotodistuksiin. Käsittelen myös optiolainojen tavoitteita yrityksen osakkeenomistajien kannalta ja tutkin niiden heikkouksia ja vahvuuksia verrattuna muihin mahdollisiin tapoihin kannustaa yrityksen johtoa toimimaan osakkeenomistajien edun mukaisesti. Optiolainojen arvonmääritykseen paneudun sen verran, kuin työn tavoitteiden saavuttamisen kannalta on tarpeellista; esitän yleisen kaavan, jolla optiolainojen optiotodistusosan arvo voidaan (tietyn olettamuksin) määrittää.

Aikaisempaa empiiristä tutkimusta johdon optiolainoista ja muista kannustinmenetelmistä on Suomessa tehty verrattaen vähän. Kappaleessa 4 käsittelen Suomessa ja ulkomailla, lähinnä USA:ssa, julkaistua empiiristä tutkimusta aiheesta.

Empiirisessä osassa esitän aluksi yleiskuvan Metrasta ja Metran johdon kannustinjärjestelmästä, minkä jälkeen analysoin tarkemmin kahta Metran liikkeellelaskemaa optiolainaa ja vertaan niitä sekä toisiinsa että Miettisen (1995) saamiin keskimääräistä suomalaista optiolainaa koskeviin tuloksiin. Lainojen liikkeelaskua valmistelleita johtajia haastatteleamalla selvitän, mitä tavoitteita Metran osakkeenomistajilla on ollut heidän päättäessään laskea liikkeelle em. kaksi optiolainaa, minkä jälkeen vertaan saatuja tavoitteita lainaehtoihin ja teorian vaatimuksiin. Kyselytutkimuksessa selvitän kirjallisen kyselylomakkeen ja alustavien haastattelujen avulla lainoja merkinneiden johtajien mielipiteitä lainoista ja niiden ehdoista. Erityisenä mielenkiinnon kohteena on se, ovatko lainat todella saaneet aikaan halutunkaltaista käyttäytymisen muutosta Metran johtajistossa. Empiirisessä osassa siten myös vertaan johtajien antamia vastauksia sekä Metran osakkeenomistajien että teorian odotuksiin.

Viimeisessä kappaleessa teen yhteenvedon tutkimuksen tuloksista ja totean, toteutuiko alkuhypoteesini siitä, että lainoilla on toivottuja vaatimuksia. Lopuksi käsittelen mm. tutkimuksessa esiintulleita ongelmia ja arvioin tutkimusmenetelmien

käyttökelpoisuutta. Lopussa annan myös Metralle toimenpidesuosituksia lainojen edelleenkehittämiseksi ja hahmottelen mahdollisia jatkotutkimuksen aiheita.

Lähteinä olen käyttänyt teoriaosassa lähinnä amerikkalaisia alan oppikirjoja ja tieteellisissä aikakauskirjoissa julkaistuja artikkeleita. Verotuksen osalta lähteinäni ovat luonnollisesti olleet Suomen verolainsäädäntö ja muutamat asiasta kirjoitetut artikkelit. Oman työni sekä teoriapohjaan että empiriaan liittyen on aikaisemmista empiirisistä tutkimuksista ollut ehdottomasti hyödyllisin Sami Miettisen (1995) pro gradu -työ "Executive Stock Options as Managerial Compensation".

Empiirisessä osassa lähteinä ovat olleet haastattelut Metran johtajien, erityisesti johtaja Pekka Virtasen ja rahoitusjohtaja Heikki Horstian kanssa. Haluankin tässä yhteydessä kiittää heitä lämpimästi kaikesta siitä tuesta, jota he ovat tutkimukselleni sen eri vaiheissa antaneet. Lainoja merkinneiden johtajien kokemuksia lainoista selvitin kyselylomakkeella ja haluankin kiittää kaikkia tutkimukseen osallistuneita. Muita lähteitä tutkimuksen empiirisessä osassa ovat mm. Metran optiolainojen lainaehdot ja Metran vuosikertomukset.

2 KANNUSTINJÄRJESTELMIEN TEOREETTISET LÄHTÖKOHDAT

2.1 Yritys ja sen toiminnan tavoite

Yrityksen toiminnan tavoite on osakkeenomistajien varallisuuden nykyarvon maksimointi. Tämä varallisuuden nykyarvo saadaan diskonttaamalla nykyhetkeen tulevaisuudessa osakkeenomistajille tulevien nettokassavirtojen odotusarvot diskonttauskorkokannan ottaessa huomioon nettokassavirtoihin sisältyvän riskin. (Copeland ym. 1996, 73).

Yritystoiminnan alkuvaiheissa hallitsevaksi yritystoiminnan muodoksi kehittyi yritys, jolle klassisen teorian mukaisesti on olennaista tietyn keskushenkilön eli yrittäjän olemassaolo. Tämä "kapitalistinen yrittäjä" samanaikaisesti sekä omistaa yrityksen että johtaa sitä. (Gravelle & Rees 1992, 166-67). Gravelin ja Reesin (1992, 167) mukaan kapitalistisen yrittäjän keskeiset tehtävät yrityksessä ovat seuraavat:

- Yrittäjä tekee sopimukset tuotannollisten palveluiden tuottajien kanssa. Näissä sopimuksissa määritellään palveluiden luonne, kesto ja niistä maksettava korvaus.
- Yrittäjä tekee itse yrityksen toimintaa koskevat päätökset tai oikeuttaa jonkun muun tekemään päätökset yrittäjän puolesta. Päätökset palvelevat kuitenkin aina yrittäjän omaa etua ottaen huomioon edellisessä kohdassa mainittujen sopimusten rajoitukset.
- Yrittäjällä on oikeus jäännöstuloon (residual income), joka yrityksen toiminnasta syntyy. Tämä jäännöstulo saadaan vähentämällä myyntituloista kaikki tuotannollisten palveluiden tuottajille em. sopimusten perusteella kuuluvat maksut.
- Yrittäjällä on oikeus siirtää toiselle henkilölle sekä oikeudet tähän jäännöstuloon että kaikki ne oikeudet ja velvollisuudet, jotka em. sopimukset yrittäjälle aiheuttavat.
- Yrittäjällä on oikeus sopimusehdot huomioiden ohjata tuotannollisten palveluiden tuottajien toimintaa parhaaksi katsomallaan tavalla ja muuttaa tuotannollisten palveluiden tuottajien ryhmää sekä irtisanomalla vanhoja sopimuksia että laatimalla uusia.

Em. tekijöissä korostuu nimenomaan se, että yrityksen toiminnan perustana on joukko sopimuksia. Jensen ja Meckling (1976, 311) ovatkin määritelleet yrityksen

olevan juridinen luomus (legal fiction), jonka tehtävänä on toimia keskuksena lukuisille sopimussuhteille. Yritykselle on myös luonteenomaista tiettyjen jäännösvaateiden olemassaolo. Nämä jäännösvaateet voivat kohdistua sekä yrityksen kassavirtaan että varallisuuteen ja ne voidaan yleensä myydä ilman muiden yrityksen toimintaan osallistuvien sopimusosapuolten suostumusta. Täten yritys on todellisuudessa ainoastaan monimutkainen sopimusten verkko, josta ei voida puhua toimivana "yksilönä".

Fama korostaa artikkelissaan (1980, 290) lisäksi sitä, että yrityksen pääoman omistamista ei tule sekoittaa yrityksen omistamisen kanssa. Yrityksen omistaminen on nimittäin merkityksellinen käsite, koska yritys on vain joukko sopimuksia, joiden avulla tuotanto organisoidaan ja tulot jaetaan eri tuotannontekijöiden omistajien kesken. Yritystä ei siten voi omistaa, mutta yrityksen pääoma voidaan kyllä omistaa.

Klassinen teoria ei huomioi mm. seuraavia yrityksissä usein esiintulevia asioita:

- Omistajuus on jakaantunut monien henkilöiden ja jopa toisten yritysten kesken, jotka kaikki vastaavat yrityksen veloista ainoastaan siihen sijoittamallaan pääomapanoksella (ns. limited liability).
- Omistajuuden jakaantumisen myötä myös kontrolli yrityksen toiminnasta on jakaantunut laajalle minkä seurauksena kontrolli onkin usein delegoitu yrityksen osakkeenomistajia edustavalle hallitukselle, jossa saattaa olla jäsenenä myös yrityksen toimivaa johtoa.
- Yrityksen toiminnan monimutkaisuuden vuoksi toiminta on organisoitu hierarkisesti monille tasoille.
- Päätöksenteon yhteydessä käytettävissä oleva tieto on vain harvoin täydellistä, joten päätöksiä joudutaan tekemään epävarmuuden vallitessa.
- Yksilöiden preferenssit eri päätösvaihtoehtojen vaikutuksista saattavat erota toisistaan ja toisaalta epätäydellinen informaatio saattaa aiheuttaa sen, että yksilöillä on erilaiset käsitykset parhaasta mahdollisesta ratkaisusta. Tämä saattaa aiheuttaa konflikteja yrityksessä toimivien henkilöiden välille. Nämä konfliktit voidaan välttää vain mikäli kaikkien yksilöiden tavoitteena on toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti ja kaikilla on käytössään sama tieto. Näin ei kuitenkaan yleensä ole, joten yrityksen tekemät päätökset eivät välttämättä enää

olekaan optimaalisia yrityksen omistajien kannalta. (Gravelle & Rees 1992, 170-71).

Yrittäjävetoiset yritykset muodostavat suuren osan yritystoiminnasta, mutta yhä merkittävämpää osaa yritystoiminnasta edustavat suuryritykset, joiden eräs tyypillinen piirre on juuri se, että omistajuus on erotettu yrityksen johtamisesta. Kullakin omistajalla on vain hyvin pieni osa koko yrityksen varallisuudesta ja he ovat saattaneet hajauttaa omistuksensa useisiin yrityksiin samanaikaisesti. Tällöin heillä on vain hyvin yleinen intressi valvoa yksittäisen yrityksen toimintaa ja toisaalta heidän mahdollisuutensa vaikuttaa kyseisen yrityksen toimintaan ovat vähäiset. Tämän seurauksena tyytymättömät omistajat suoran vaikuttamisen sijasta "äänestävät jaloillaan" eli myyvät osakkeensa ja siten laskevat yrityksen osakkeen pörssikurssia ja yrityksen muiden osakkeenomistajien omistuksen arvoa. Tämä osakkeen hinnan lasku saattaa kuitenkin itsessään toimia tehokkaana kontrollikeinona yrityksen johtajien toiminnalle, koska kurssilasku lisää sen vaihtoehtojen todennäköisyyttä, että osakkeenomistajat päättävät vaihtaa yrityksen johtoa taikka toinen yritys ostaa huonosti johdetun yrityksen ja irtisanoo sen nykyiset johtajat. (Gravelle & Rees 1992, 173).

Suuryrityksissä korostuu siten vastakkainasettelu yrityksen omistajien ja toimivan johdon välillä. Tätä vastakkainasettelua voidaan kuvata ns. agenttiteorian avulla.

2.2 Agenttiteoria

2.2.1 Päämies-agentti -suhde

Päämies-agentti -suhde on sopimus, jossa yksi tai useampi henkilö (päämies) palkkaa toisen henkilön (agentin) suorittamaan jonkin tehtävän päämiehen puolesta. Sopimukseen kuuluu oleellisena osana se, että päämies delegoi ainakin osan päätöksentekooikeudesta agentille. Mikäli sekä päämies että agentti ovat kumpikin omaa hyötyään maksimoivia yksilöitä on perusteltua väittää, että agentti ei aina toimi päätöksenteossa päämiehen kannalta edullisimmalla tavalla vaan saattaa päätöksillä tavoitella myös omaa etuaan. Päämies voi vähentää tätä riskiä

sekä valvomalla agentin toimintaa että antamalla agentille sellaiset kannustimet, jotka saavat agentin toimimaan samanaikaisesti sekä päämiehen että agentin oman edun mukaisesti. Joissakin tapauksissa on myös agentin edun mukaista vakuuttaa päämies siitä, että agentti ei toimi päämiehen edun vastaisesti tai mikäli näin tapahtuu, niin päämies saa siitä asianmukaisen korvauksen. (Jensen & Meckling 1976, 308)

Yrityksessä päämies-agentti -suhde voi syntyä monien eri ryhmien välille: esim. osakkeenomistajat vs. palkkajohtajat, lainanantajat vs. osakkeenomistajat ja konsernijohto vs. keskijohto. (ma. 309). Omassa tutkimuksessani keskityn nimenomaan suhteeseen, jossa päämiehinä ovat Metran osakkeenomistajat ja heidän agentteinaan Metran konsernijohto ja divisioonien johtajat.

Mikäli yrityksen johtaja myös omistaa 100 % yrityksestä ei yrityksessä luonnollisestikaan voi syntyä ristiriitaa omistajan ja johtajan välille, koska he ovat yksi ja sama henkilö. Tällaisessa tapauksessa kaikki mitä yrityksen johtaja kuluttaa sekä taloudellisiin että ei-taloudellisiin etuihin on hänen oman varallisuutensa kuluttamista (verotus tosin voi muuttaa tilannetta). Tällaisia etuja ovat esim. maksetut palkat ja korvaukset, mukavat toimitilat ja viehättävät sihteerit. (ma. 312).

Mikäli omistaja-johtaja kuitenkin myy osan yrityksen osakkeista ja siten omistusoikeudesta toisille henkilöille, syntyy tästä agenttikustannuksia, koska alkuperäisen omistajan ja uusien omistajien intressit poikkeavat toisistaan. Alkuperäisellä omistajalla on kannustin lisätä ei-taloudellisten etujen kulutusta, koska hän saa niiden hyödyn kokonaisuudessaan mutta joutuu maksamaan niistä vain omistusosuutensa mukaisen osan. Uusien osakkeenomistajien tiedostaessa tilanteen he pyrkivät lisäämään vanhan omistajan toimien valvontaa, mikä puolestaan aiheuttaa kustannuksia. (ma. 312-13).

Omistusoikeuden edelleen vähentyessä lisääntyy vanhan omistajan kannustin kuluttaa yrityksen varoja em. etuisuuksiin, koska hänen osuutensa kustannuksista laskee omistusoikeuden myötä. (ma. 313). Ääritapauksessa vanha omistaja myy koko omistuksensa yrityksessä ja jää sen johtoon. Tällöin hänelle ei aiheudu enää

mitään kustannuksia yrityksen rahojen käytöstä, joten ei-taloudellisten etujen kulutuksen voidaan ennustaa olevan maksimissaan, mikäli uudet omistajat eivät millään tavoin rajoita johtajan toimintaa.

2.2.2 Agenttikustannukset

Larckerin ja Lambertin mukaan (1989, 289-90) on olemassa kolme päätekijää, jotka saattavat aiheuttaa ristiriitoja yrityksen osakkeenomistajien ja toimivan johdon välille erityisesti suuryrityksissä: lisäedut (perquisites), suhtautuminen riskiin ja erilaiset aikahorisontit.

Lisäedut

Yrityksen johto saattaa yritystä johtaessaan pyrkiä lisäämään omaa elintasoaan erilaisilla lisäeduilla, vaikka tämä ei olisikaan osakkeenomistajien edun mukaista. He saattavat esimerkiksi hankkia yrityksen johdon käyttöön mukavan suihkukoneen tai rakentaa yrityksen toiminnan kannalta liian kalliita pääkonttoreita. Vielä suurempi vaara on se, että yritysjohto alkaa kasvattaa yrityksen kokoa esim. yritysostoin lisätäkseen omaa vaikutusvaltaansa vaikka nämä yritysostot eivät olisi osakkeenomistajien edun mukaista. Ylihinnan maksaminen yrityskauppojen yhteydessä saattaa tulla osakkeenomistajille erittäin kalliiksi. (ma. 289-90). Yritysjohtajat saattavat pyrkiä yrityksen koon kasvattamiseen myös siitä syystä, että suurissa yrityksissä johtajien palkat ovat tyypillisesti pienten yritysten maksamia palkkoja suuremmat, joten yrityksen koon kasvattaminen antaa johtajille paremmat perusteet vaatia palkankorotuksia. (Milgrom & Roberts 1992, 438). Eräs merkittävä yritysjohtajien mahdollisesti tavoittelema lisäetu on "laiskottelu". Tällöin yrityksen johtajat eivät käytä kaikkea energiaansa uusien investointien kehittelyyn ja siten yrityksen tulevaisuuden toimintaedellytysten varmistamiseen. (Jensen & Meckling 1976, 313).

Jensen ja Meckling keskittyvät artikkelissaan (1976) kustannuksiin, joita em. lisäedut aiheuttavat yrityksen osakkeenomistajille. He jakavat nämä kustannukset kolmeen luokkaan (ma. 308):

- 1) Valvontakustannukset
- 2) Sitoutumiskustannukset
- 3) Jäännöstappio (residual loss).

Valvontakustannukset aiheutuvat siitä, että päämies yrittää erilaisilla menetelmillä valvoa sitä, että agentti ei toimi hänen etunsa vastaisesti. Tällaisia kustannuksia aiheuttavia valvontakeinoja ovat mm. tilintarkastukset, budjettirajoitteet ja kannustinjärjestelmät. (ma. 323).

Sitoutumiskustannuksissa puolestaan johtaja rajoittaa itse omaa toimintaansa esim. tekemällä osakkeenomistajien kanssa sopimuksia, jotka estävät häntä tekemästä tiettyjä osakkeenomistajien kannalta haitallisia toimenpiteitä tai jotka rajoittavat hänen päätöksentekooikeuttaan laajemmin. Tällaiset laajemmat päätöksentekooikeutta rajoittavat sopimukset saattavat aiheuttaa kustannuksia, koska niiden takia johtaja saattaa olla pakotettu olemaan tekemättä jotakin osakkeenomistajien kannalta edullista päätöstä. (ma. 323).

Jäännöstappio aiheutuu siitä, että yrityksen arvo laskee, koska yrityksen varoja käytetään erilaisiin lisäetuihin. Tämä lisäetuihin kulunut raha on siten suoraan pois yrityksen omistajilta. (ma. 308).

Riskin karttaminen

Toinen mahdollinen ristiriita omistajien ja johdon välille saattaa syntyä siitä, että omistajien ja johtajien riskipreferenssit poikkeavat toisistaan. Omistajat ovat usein hajauttaneet varallisuutensa useisiin yrityksiin, joten yhdessä yrityksessä on kiinni vain pieni osa heidän kokonaisvarallisuudestaan. Tämän yrityksen johtajilla on kuitenkin merkittävä osa omasta varallisuudestaan (esim. henkinen pääoma) sidottuna juuri tähän yhteen yritykseen, joten voidaan olettaa, että johtajat kaihtavat omistajia enemmän riskiä. (Lambert & Larcker 1989, 290). Omistajat ovat siis valmiita toteuttamaan jokaisen nettonykyarvoltaan positiivisen

investoinnin, mutta johtajat saattavat kaihtaa investointeja, jotka ovat nettonykyarvoltaan positiivisia, mutta joihin sisältyvä riski on suuri. Johtajilla, toisin kuin omistajilla, ei siis ole varaa hävitä. Tästä seuraa myös se, että kansantaloudessa pääomat eivät allokoitu tehokkaimmalla mahdollisella tavalla, koska kannattavia investointeja jää toteuttamatta (Milgrom & Roberts 1992, 430).

Aikahorisontin lyhyys

Kolmannessa tapauksessa johtajien ja yrityksen omistajien aikahorisontit poikkeavat toisistaan. Johtajien palkitsemisjärjestelmä saattaa painottaa lyhyen tähtäimen tuloksia palkkiota määrättäessä vaikka omistajia kiinnostaa yrityksen pitkän tähtäimen kannattavuus (mikä heijastuu yrityksen pörssikurssissa). Tällöin johtajat saattavat hylätä tai olla esittämättä investointeja, jotka ovat kannattavia pitkällä tähtäimellä, mutta joiden lyhyen aikavälin vaikutus yrityksen voittoihin saattaa olla negatiivinen. (ma. 290). Johtajien kannalta tämä lyhyen tähtäimen voiton painottaminen saattaa olla kannattavaa myös siitä syystä, että johtajien työmarkkinoilla on tyypillisesti käytössään epätäydellinen informaatio johtajan kyvyistä johtaa yritystä. Tällöin työmarkkinoilla johtajan toimintaa arvioivat henkilöt perustavat arvionsa johtajan aikaisemmille saavutuksille, joten mikäli johtaja suunnittelee joskus tulevaisuudessa vaihtavansa yritystä, kannattaa hänen kasvattaa omaa markkina-arvoaan nostamalla johtamansa yrityksen tulosta nyt eikä tulevaisuudessa. (Milgrom & Roberts 1992, 432-33).

Kustannusten merkityksestä

On kuitenkin huomattava, että vaikka päämies-agentti -suhteesta aiheutuu em. kustannuksia, niin se ei tarkoita sitä, että suhde olisi välttämättä jotenkin huono tai vahingollinen. Tilanne saattaa hyvinkin olla sellainen, että suhteen muodostaminen on ainoa tapa toteuttaa jokin kannattava investointi, jonka lopputulos hyödyttää kaikkia siihen osallistuneita. Tällöin agenttikustannukset voivat olla mitättömiä kun niitä verrataan investoinnin tuottoihin. (Jensen & Meckling, 327-328).

Agenttikustannusten suuruutta ja merkitystä arvioitaessa on pidettävä mielessä myös se, että kustannukset eivät voi olla valtavan suuria, koska ihmiset jatkuvasti

sijoittavat suuria summia rahaa yrityksiin agenttikustannuksista huolimatta. He eivät siis voi mitenkään olla suuresti pettyneitä näiden yritysten aikaansaamiin tuloksiin. Aikojen kuluessa on lisäksi kehitetty yhä parempia menetelmiä näiden kustannuksen kontrolloimiseksi. Voidaan myös kysyä, onko olemassa mitään parempaakaan tapaa kuin yksityisyrietykset hoitaa tuotannollista toimintaa yhteiskunnassa? Jos tällainen kaikille parempi tapa olisi olemassa, olisi se todennäköisesti jo keksitty. (ma. 357).

2.2.3 Agenttikustannusten hallinta

Osakkeenomistajan tavoitteen ollessa saada johtaja toimimaan osakkeenomistajan edun mukaisesti tulee omistajan tehdä valinta johtajien toimien valvonnan ja johtajien kannustamisen väliltä, jotka kummatkin aiheuttavat osakkeenomistajalle kustannuksia. Yhdessä ääripäässä on tilanne, jossa valvontakustannukset ovat nolla, koska johtajan koko palkitseminen perustuu siihen, että johtaja omistaa yrityksen osakkeita. Tämä ääripää on kuitenkin mahdoton, koska johtajalla on valvonnan puuttuessa mahdollisuus lisäeduilla lisätä omaa hyvinvointiaan, minkä kustannukset johtaja kuitenkin jakaa yhdessä muiden omistajien kanssa. Toisessa ääripäässä puolestaan omistaja valvoisi jokaista päätöstä, jonka johtaja tekee, mikä aiheuttaisi valtavan suuret kustannukset; helpompaa olisi sittenkin johtaa yritystä itse. Näiden kahden ääripään väliltä tulee osakkeenomistajan siis valita optimaalinen yhdistelmä valvontaa ja kannustamista. (Copeland & Weston 1992, 20).

Johdon valvonta

Edellä käsiteltiin menetelmiä, joiden avulla osakkeenomistajat voivat pyrkiä varmistumaan siitä, että johto toimii heidän etunsa mukaisesti (esim. tilintarkastus). Yhteistä näille kaikille menetelmille on se, että niiden kustannukset tulevat viime kädessä osakkeenomistajien kannettaviksi, koska yrityksen varat ovat nimenomaan osakkeenomistajien varoja.

Yrityksen omistajat eivät kuitenkaan ole ainoat, jotka valvovat johtajien toimintaa. Sekä yrityksen sisä- että ulkopuolisten johtajien taholta tuleva kilpailu johtajanpaikoista pitää osittain huolta siitä, että johtajat toimivat osakkeenomistajien edun mukaisesti. Tällöin johtajien nimittäin tulee jatkuvasti toimia siten, että he säilyttävät osakkeenomistajien luottamuksen ja heitä ei irtisanota. (Jensen & Meckling 1976, 328-329). Johtajilla on siten kannustin toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti ja myös saattaa tämä toiminta osakkeenomistajien tietoon. Toisaalta johtajien tulee jatkuvasti pitää huolta siitä, että heidän oma markkina-arvonsa johtajien työmarkkinoilla säilyy. Jos johtaja hankkii itselleen maineen, että hän ei toimi osakkeenomistajien edun mukaisesti lisääntyä tieteenkin irtisanomisriski ja myös se riski, että johtaja ei enää saa uutta työpaikkaa. Tällöin hän on toiminut omaa markkina-arvoaan laskevalla tavalla. Johtajan eläkeiän lähestyessä tämä vaikutus kuitenkin vähenee, koska "mainekustannukset" eivät enää rasita häntä itseään, mutta saattavat rasittaa hänen seuraajiaan. (ma. 351).

Fama (1980, 293) korostaa lisäksi sitä, että yritysten johtajilla on kannustin valvoa toisten samassa yrityksessä toimivien johtajien toimintaa, koska heidän omaa panostaan arvioidaan sen perusteella, miten hyvin yritys menestyy ja tähän yrityksen menestymiseen vaikuttaa oleellisesti muiden johtajien toiminta. Pääomamarkkinat arvioivat myös yrityksen johdon toimintaa ja siten johtajien oma markkina-arvo riippuu siitä, miten hyvin yrityksen pörssikurssi on kehittynyt, koska sen on tärkeä tekijä johtajien työmarkkinoiden arvioidessa yrityksen johdon toimintaa ja kykyä (ma. 292).

Yrityskaappausten uhka on eräs tekijä, joka kannustaa johtajia toimimaan osakkeenomistajien edun mukaisesti. Mikäli johtajat eivät toimi omistajien edun mukaisesti, vaikuttaa tämä yrityksen kannattavuuteen ja siten sen markkina-arvoon laskevasti. Tällaisessa tapauksessa omistajalla on aina mahdollisuus myydä yritys toiselle yritykselle tai yksittäiselle henkilölle, joka pystyy johtamaan yritystä tehokkaammin ja jolle yritys siten on arvokkaampi kuin vanhalle omistajalle. Ääritapauksessa ulkopuolinen varakas yksityishenkilö ostaa koko yrityksen itselleen ja poistaa kaikki agenttikustannukset. Tämä yritysmyyntin uhka saa johtajat toimimaan tehokkaammin, koska yritysmyyntin yhteydessä vanhoilla

johtajilla on tapana saada potkut. (ma. 328-329). On huomattava, että yrityskaappauksen uhka ei ole uhka yrityksen omistajille, koska uuden omistajan pitää yleensä maksaa yrityksen nykyistä markkina-arvoa korkeampi hinta saadakseen yrityksen itselleen. Toisaalta vanhojen omistajien ei ole mikään pakko myydä yritystä vaikka joku olisikin valmis maksamaan siitä nykyistä markkinahintaa korkeamman hinnan. Kaappaus on siten uhka ainoastaan yrityksen vanhoille johtajille, jotka eivät ole toimineet päämiestensä edun mukaisesti.

Johdon kannustaminen

Valvonnan ohella yrityksen osakkeenomistajat voivat vähentää em. agenttikustannuksia kannustamalla johtajia toimimaan osakkeenomistajien edun mukaisesti. Tavoitteen saavuttamiseksi on kehitetty erilaisia kannustinmenetelmiä. Näiden menetelmien tarkoituksena on sekä antaa johtajille palkkioita johtajien toimiessa osakkeenomistajien edun mukaisesti että tuottaa johtajille taloudellisia tappioita (ainakin siinä muodossa, että palkkiot jäävät saamatta) johtajien suorittaessa toimenpiteitä, joiden ensisijainen tavoite ei ole osakkeenomistajien varallisuuden maksimointi. Seuraavassa kappaleessa käsittelen yksityiskohtaisemmin sekä kannustinjärjestelmien yleisiä tavoitteita että yksittäisiä menetelmiä ja niiden hyötyjä ja haittoja.

2.3 Johdon kannustinjärjestelmät

Osakkeenomistajien edun mukaista on vähentää yrityksen varallisuuden kulutusta johtajille suunnattuihin lisäetuihin, estää johtajia välttämästä kannattavien riskien ottoa investointihankkeita suunnitellessaan ja saada johtajien aikahorisontit vastaamaan osakkeenomistajien pitkää aikahorisonttia. Ottamalla käyttöön erilaisia johdon kannustinmenetelmiä osakkeenomistajat pyrkivät nimenomaan näihin tavoitteisiin.

Kannustinjärjestelmien kehittyminen, palkkiosummien kasvaminen ja yhä alempien organisaatiotasojen liittäminen järjestelmiin aiheuttaa osakkeenomistajille yhä enemmän kustannuksia. Osakesidonnaisten menetelmien yhteydessä merkittäväksi

kustannukseksi nousee myös vanhojen osakkeenomistajien omistususuuden lasku yrityksessä, eli ns. diluutio. Tällöinhän vanhat osakkeenomistajat jakavat osuuksia omaan varallisuuteensa palkintona hyvistä suorituksista. Kustannusten kasvaessa osakkeenomistajien tuleekin pitää huolta siitä, että järjestelmien kehittamisestä ja laajentamisesta saatava lisähyöty kattaa kasvavat kustannukset. Tällöin tulee kiinnittää erityistä huomiota siihen, että käytetty järjestelmä on paras mahdollinen käyttöympäristö huomioiden. (Paulin 1989, 44).

Palkkiojärjestelmien kustannukset ovat kuitenkin yleensä hyvin pieni osa yrityksen kokonaiskustannuksista, joten paljon tärkeämmäksi kysymykseksi nouseekin se, miten johtajia kannustetaan ja saadaanko kannustimilla aikaan haluttua käyttäytymisen muutosta johtajistossa. Onnistuessaan hyvän kannustinjärjestelmän tuotot voivat nimittäin olla monisata- ellei tuhatkertaisia järjestelmän kustannuksiin verrattuna. (Milgrom & Roberts, 433).

Kannustinjärjestelmien yleistyessä yritysten tulee pitää huolta oman järjestelmänsä kilpailukykyisyydestä ja houkuttelevuudesta johtajien työmarkkinoilla. Potentiaaliset uudet johtajat ovat muiden asioiden ohella yhä enemmän kiinnostuneita siitä, minkälainen kannustinjärjestelmä yrityksessä on ja palkitseeko järjestelmä hyvin hyvistä suorituksista. Vastaavasti yrityksen nykyiset johtajat vertaavat jatkuvasti työnantajansa kannustinjärjestelmää muiden yritysten vastaaviin, ja mikäli oma ei ole riittävän hyvä saattavat he vaihtaa työnantajaa. Kannustinjärjestelmillä yrityksen osakkeenomistajat siis kilpailevat parhaista johtajista. (Fama 1980, 292). Hyvän kannustinjärjestelmän aikaansaamasta johtajiston vaihtuvuuden laskusta on myös se hyöty, että se lisää johtajien tuntemusta yrityksestä ja yrityksen toimintaan vaikuttavista tekijöistä ja siten johtaa osakkeenomistajien kannalta parempiin päätöksiin. (The Economist 1996, 96). Hyvin suunniteltu kannustinjärjestelmä myös vähentää johtajissa esiintyvää muutosvastarintaa, koska se antaa johtajille taloudelliset kannustimet toteuttaa kannattavia muutoksia yrityksen toiminnassa ja siten ylittää oma muutosvastarintansa (The Economist 1996, 96).

Kannustinjärjestelmien vaikutus johtajien toimintaan on kaikkein suurin organisaation ylimillä tasoilla, sillä ylimpien johtajien päätökset ovat kaikkein

tärkeimpiä yrityksen toiminnan kannalta ja heidän vaikutusmahdollisuutensa yrityksen toimintaan ovat suurimmat. Lisäksi ylimpien johtajien ylenemismahdollisuudet yrityksessä ovat rajoitetut, joten yleneminen ei enää muodosta kannustinta heidän toiminnalleen. (Milgrom & Roberts 1992, 427).

2.3.1 Hyvän kannustinjärjestelmän ominaisuudet

Copelandin ja Westonin (1992, 665-66) mukaan hyvällä kannustinjärjestelmällä on (vähintään) seuraavat kuusi ominaisuutta:

- 1) Ollakseen selkeä, järjestelmän tulee perustua objektiivisille kriteereille, jokaiselle osapuolelle tulee olla helppoa tarkastella järjestelmää ja järjestelmä ei saa olla manipuloitavissa.
- 2) Järjestelmän tulee estää liiallisten lisätujen käyttöä ja sen tulee minimoida "laiskottelu".
- 3) Järjestelmän aikahorisontin tulee olla pitkä vastatakseen osakkeenomistajien aikahorisonttia.
- 4) Järjestelmän tulisi saattaa johtajien ja osakkeenomistajien riskit vastaamaan toisiaan huomioiden kuitenkin se, että osakkeenomistajat voivat portfoliossaan hajauttaa yrityskohtaista riskiä, mikä voi puolestaan olla johtajille hankalaa, koska heidän henkinen pääomansa on sidoksissa yritykseen.
- 5) Johdon saaman palkkion tulee olla sidoksissa siihen osakkeenomistajien varallisuudessa tapahtuneeseen muutokseen, jonka nimenomaan johtajat ovat omalla toiminnallaan saaneet aikaiseksi. Tämä estää sen, että johtajia palkittaisiin esim. osakemarkkinoiden yleisestä positiivisesta vireestä.
- 6) Järjestelmän verovaikutukset tulee myös huomoida ja kahdesta muuten samanlaisesta järjestelmästä tulee valita se, joka on verotuksellisesti edullisempi.

Käytännönläheisemmässä artikellissaan Paulin (1989, 44-6) määrittelee neljä kriteeriä, jotka ovat välttämättömiä osakkeenomistajien tavoitteiden toteutumiseksi:

- 1) Hyvistä suorituksista palkitsemisen lisäksi osakesidonnaisten menetelmien tulee luoda "omistajuushenkisyyttä" johtajien keskuuteen.

- 2) Palkkioiden ja sanktioiden tulee olla tasapainossa. Hyvästä suorituksesta tulee johtajien saada palkkio ja vastaavasti huonosta suorituksesta tai suorittamatta jättämisestä pitää johtajille tulla sanktioita. Sanktioksi tosin voi riittää se, että palkkiot jäävät saamatta.
- 3) Kannustimet ja palkkiot tulee ansaita aseman sijasta aikaisemman toiminnan ja tulevan potentiaalin perusteella, jotta kannustimista ja palkkioista ei tule tehoton "automaatti".
- 4) Strategisten tavoitteiden tulee heijastaa yrityksen arvon kasvattamista tuloksen kasvattamisen sijasta. Arvon kasvattamista voidaan kuitenkin tarvittaessa mitata kirjanpidolliseen tulokseen perustuvien lukujen (esim. oman pääoman tuotto-%) avulla, koska tulokset korreloivat vahvasti arvon luomisen kanssa ja ne saattavat olla selkeämpi tapa kannustaa johtoa. Viime aikoina on myös yleistynyt arvon kasvattamisen mittaaminen erilaisilla taloudelliseen lisäarvoon (EVA, economic value added) perustuvilla menetelmillä.

2.3.2 Kannustinmenetelmien luokittelu

Kannustinmenetelmät voidaan jakaa kolmeen eri luokkaan sen perusteella, mihin palkinnon suuruuden määrittäminen perustuu:

- 1) Yrityksen voitosta riippumattomat kannustinmenetelmät
- 2) Yrityksen kirjanpidollisesta tuloksesta riippuvat menetelmät
- 3) Yrityksen markkina-arvosta riippuvat menetelmät.

Alunperin tämän luokituksen esittivät Smith ja Watts vuonna 1982. Myöhemmin mm. Jensen ja Smith (1985) ja Miettinen (1995) ovat käyttäneet tätä samaa luokitusta omissa töissään.

Kannustinmenetelmät voidaan jakaa myös kahteen eri luokkaan niiden kattaman ajanjakson perusteella:

- 1) Lyhyen aikavälin kannustinmenetelmät
- 2) Pitkän aikavälin kannustinmenetelmät.

Lyhyen aikavälin menetelmien tarkasteluperiodi on maksimissaan yrityksen tilikauden mittainen. Pitkän tähtäimen menetelmien avulla johtajien toimintaa

puolestaan tarkastellaan yli tilikauden mittaisella aikaperiodilla. (Milgrom & Roberts 1992, 424).

Ensinmainitun jaon kolmesta luokasta kaksi ensimmäistä, eli yrityksen voitosta riippumattomat menetelmät ja yrityksen kirjanpidollisesta tuloksesta riippuvat menetelmät ovat tyypillisesti lyhyen aikavälin kannustinmenetelmiä ja viimeisin, eli yrityksen markkina-arvosta riippuvat menetelmät ovat yleensä pitkän aikavälin menetelmiä. On kuitenkin selvää, että luokkien rajat ovat hyvin häilyvät; esim. bonusjärjestelmä voidaan helposti rakentaa usean vuoden mittaiseksi ja toisaalta johtajia voidaan palkita tilivuoden aikana tapahtuneesta osakekurssin noususta. Seuraavassa käsittelen eri menetelmiä jakamalla ne kolmeen luokkaan palkinnon määräytymisperusteen perusteella ja käsittelemällä kussakin kolmessa luokassa sekä lyhyen että pitkän aikavälin menetelmiä.

2.3.2.1 Yrityksen voitosta riippumattomat menetelmät

Miettisen (1995, 18) mukaan kannustinjärjestelmien perusmuoto on järjestelmä, jossa johtajan saama palkkio ei riipu yrityksen tuloksenteosta vaan palkkion suuruus määritellään jo katsauskauden alussa. Tällaisia menetelmiä ovat mm. palkka, eläke-edut, vakuutukset ja ”kultaiset käsiraudat”.

Kiinteässä (kuukausi)palkassa palkan määrästä sovitaan etukäteen esim. puoleksi vuodeksi kerrallaan, jonka jälkeen palkan määrää tarkistetaan. Seuraavan kauden palkasta neuvoteltaessa otetaan huomioon mahdolliset muutokset palkkaan vaikuttavissa tekijöissä, kuten johtajan työpanoksessa, yrityksen menestymisessä ja kilpailutilanteessa johtajien työmarkkinoilla. (Milgrom & Roberts 1992, 425). Kiinteä kuukausipalkka on siten lyhyen aikavälin kannustinmenetelmä, joka voidaan kuitenkin palkkaneuvottelujen avulla helposti kasvattaa pitkän tähtäimen menetelmäksi, jossa johtaja ajattelee kuukausipalkan lisäksi pitkällä aikavälillä tulevia palkankorotuksia.

Kiinteän palkan kannustinvaikutus perustuu siihen, että varmistaakseen itselleen mahdollisimman hyvät neuvotteluasemat tulevilla palkkaneuvotteluissa kannattaa

johtajan tehdä työnsä mahdollisimman hyvin jo nyt. Tämä kannustinvaikutus korostuu erityisesti nuorilla johtajilla (ylenemistoivon lisäksi), mutta vanhojen johtajien kohdalla vaikutus saattaa olla vähäisempi. (Miettinen 1995, 18). Lisäksi, jos palkkaa nostetaan säännöllisesti johtajan tekemien hyvin päätösten perusteella, on johtajalla myös taloudellinen kannustin toteuttaa korkeariskisiä nettonykyarvoltaan positiivisia projekteja (Copeland & Weston 1992, 670).

Pakollisten eläke-etujen ja vakuutusten lisäksi voivat yrityksen osakkeenomistajat kannustaa johtoa antamalla heille esim. palvelusvuosiin perustuvia ylimääräisiä eläke-etuja ja hankkimalla johtajille lisävakuutuksia esim. henkivakuutusten muodossa (Miettinen 1995, 18). Tällaiset menetelmät ovat tyypillisesti pitkän tähtäimen menetelmiä, koska palkkioiden saaminen vaatii johtajilta hyvin pitkäaikaista sitoutumista yrityksen palvelukseen.

“Kultaisilla käsiraudoilla” tarkoitetaan tilannetta, jossa johtajalle myönnetään sovitunsuuruisia palkkioita vain mikäli hän on ollut yrityksen palveluksessa tietyn ajan. Summien ollessa usein suuria, saattaa ao. sopimus hyvinkin tehokkaasti estää johtajaa vaihtamasta yritystä. (mt, 18). “Kultainen kädenpuristus” on puolestaan sopimus, jossa johtajalle taataan huomattava korvaus mikäli hän menettää työpaikkansa esim. yritysmyyntin yhteydessä. Kultaisten kädenpuristusten olemassaolo on perusteltua, sillä esim. “yrityskaappauksen” yhteydessä “kaapattavan” yrityksen johtajat (oma etu mielessään) yleensä vastustavat “kaappaajan” aikeita hyvinkin voimakkaasti ja tekevät kaikkensa, jotta “kaappaaja” ei onnistuisi hankkeessaan. Tämä on kuitenkin yrityksen osakkeenomistajien kannalta vahingollista toimintaa, sillä yritysmyyntit ovat yleensä hyvin kannattavia heidän kannaltaan. Heidän kannattaakin siten “kultaisilla kädenpuristuksilla” varmistaa se, että yrityksen johtajat eivät vastusta osakkeenomistajille edullista yritysmyyntiä vain sen takia, että se aiheuttaisi johtajille itselleen taloudellista vahinkoa. (Milgrom & Roberts 1992, 437). Sekä “kultaiset käsiraudat” että “kultaiset kädenpuristukset” ovat tyypillisesti pitkän aikavälin kannustinmenetelmiä.

Yrityksen voitosta riippumattomiin kannustinmenetelmiin kuuluvat myös erilaisten laadullisten tavoitteiden saavuttamisen perusteella myönnettävät palkkiot. Nämä

laadulliset tavoitteet ovat yleisiä erityisesti organisaation alemmilla portailla, joissa palkitseminen voiton tai markkina-arvon perusteella ei ole mielekäästä, koska työntekijän vaikutusmahdollisuudet niihin ovat vähäiset. Myös ylempien johtajien kannustinjärjestelmään voidaan lisätä laadullisia tavoitteita, jotta varmistetaan esimerkiksi se, että johtajat kiinnittävät riittävää huomiota yrityksen strategiaan tavoitteisiin (esim. markkinaosuuteen). Laadullisia tavoitteita on sekä lyhyt- että pitkäkestoisia.

Kaikkien tässä kappaleessa käsiteltyjen kannustinmenetelmien suurin etu (laadullisia tavoitteita lukuunottamatta) on se, että ne takaavat johtajille tietyn taloudellisen turvallisuuden sisältäen kuitenkin myös kannustavia elementtejä. Täten johtajat voivat ”nukkua yönsä rauhassa” ja keskittyä yrityksen toiminnan ohjaamiseen.

Mikäli yritys kuitenkin käyttää kannustinjärjestelmässään vain tässä kappaleessa käsiteltyjä menetelmiä on sillä mahdollisesti seuraavia haitallisia vaikutuksia johtajien toimintaan (Miettinen 1995, 19):

- Johtajat välttelevät nettonykyarvoltaan positiivisia korkeariskisiä projekteja, sillä nämä projektit saattavat vaarantaa johtajien tulevat kiinteät palkat ja eläke-edut mikäli riskit toteutuvat ja yritys joutuu vararikkoon. Tällöin johtajat saattavat toimia liikaa riskiä karttaen vaikka riskinotto olisi perusteltua osakkeenomistajien näkökulmasta.
- Johtajat saattavat velanottoa vähentämällä pyrkiä varmistamaan sen, että yritys ei ajaudu maksuvaikeuksiin. Tämä ei kuitenkaan ole välttämättä osakkeenomistajien edun mukaista, sillä velanottoa lisäämällä osakkeenomistajat voivat hankkia rahoitusta, jonka korot ovat verotuksessa vähennyskelpoisia.
- Johtajat saattavat (erityisesti pienessä yrityksessä) kerätä yritykseen liikaa varoja varmistaakseen sen, että yrityksellä on varaa maksaa heidän palkkansa. Tällöin saattaa jäädä toteuttamatta kannattavia projekteja.

Näiden vaikutusten seurauksena johtajien riskinottohalukkuus on siten osakkeenomistajien näkökulmasta liian alhainen. Toisaalta menetelmät kannustavat johtajia tarkastelemaan yrityksen toimintaa pitkällä aikavälillä. Ongelmana tässä on kuitenkin se, että huomio kiinnittyy pitkän aikavälin kannattavuuden kasvattamiseen

sijasta pitkän aikavälin olemassaolon varmisteluun. Lisäksi menetelmät hyvin huonosti kannustavat johtajia olemaan hankkimatta itselleen erilaisia lisäetuja.

Näiden haittojen poistamiseksi yrityksen voitosta riippumattomia menetelmiä tuleekin täydentää sekä kirjanpidollisesta tuloksesta että yrityksen markkina-arvosta riippuvilla menetelmillä.

2.3.2.2 Yrityksen kirjanpidollisesta tuloksesta riippuvat menetelmät

Kirjanpidolliseen tulokseen sidotuista menetelmistä yleisin ja tunnetuin on bonusjärjestelmä eri muodoissaan. Bonusjärjestelmässä johtajalle maksetaan useimmiten yhdellä kertaa palkkio katsauskaudella tehdystä työstä. Palkkion suuruus on usein ylempien johtajien harkinnassa, mutta se voidaan myös sitoa yrityksen tulokseen tai johonkin tuloksesta johdettuun tunnuslukuun (tai myös laadullisiin tavoitteisiin). (Milgrom & Roberts 1992, 425). Bonus voidaan maksaa esim. prosenttina tuloksesta ennen varauksia ja veroja tai se voidaan maksaa osakekohtaisen tuloksen (EPS) perusteella; variaatioita bonusjärjestelmästä on luonnollisesti lukuisia. Tyypillisesti bonusjärjestelmät kuitenkin perustuvat nimenomaan kirjanpidolliseen tulokseen (Copeland & Weston 1992, 666).

Kirjanpidolliseen tulokseen sidottujen menetelmien etuna on ennenkaikkea se, että menetelmät kiinnittävät edellisessä kappaleessa käsitellyjä menetelmiä paremmin johtajien huomion siihen, mikä yritystoiminnassa sangen usein on tavoitteena, eli voitontekoon. Menetelmät myös vähentävät johtajien ylenmääräistä kulutusta lisäetuihin, koska lisäedut rasittavat suoraan tulosta; mikäli esim. toimitusjohtajan palkkio määräytyy yrityksen tuloksen perusteella, on hänellä taloudellinen intressi valvoa sitä, että alemman tason johtajat eivät tuhlaa yrityksen varoja omaan elintasoonsa. Bonusten avulla voidaan johtajia myös tehokkaasti kannustaa kustannusten laajempaankin karsimiseen, koska jokaisesta säästetystä markasta heille tulee esim. tietty prosenttiosuus (Milgrom & Roberts 1992, 428).

Menetelmien avulla on myös mahdollista saada johtajat toteuttamaan ja etsimään kannattavia korkeariskisiä projekteja, koska esim. bonusjärjestelmässä johtajat

saavat palkkion mikäli projektit onnistuvat ja yritys tekee hyvää tulosta, mutta eivät joudu (ainakaan suoraan) maksumiehiksi projektien epäonnistuessa. Riskinä tässä on tosin se, että tappiovaaran puuttuessa johtajien riskinottohalukkuus saattaa nousta liiankin suureksi (mm. rahoitusmarkkinoilta löytyy esimerkkejä tämän riskin realisoitumisesta).

Kirjanpitoon perustuvien kannustinmenetelmien haittapuolena on mm. se, että johtajilla on mahdollisuus manipuloida palkitsemisen perustana olevia mittareita. Tämä manipulointi voi olla osakkeenomistajien kannalta vahingollista mm. seuraavista syistä (Miettinen 1995, 20):

- Johtajilla saattaa olla tavoitteena näyttää hyvää tulosta nyt pidemmän aikavälin tuloksen kustannuksella, koska he esim. suunnittelevat vaihtavansa työnantajaa tulevaisuudessa ja siten haluavat antaa kyvyistään hyvän kuvan. Tästä tuloksen "aikaistamisesta" on lisäksi se haitta, että yritys joutuu maksamaan veroja aikaisemmin kuin mikä olisi optimaalista yrityksen osakkeenomistajien kannalta.
- Johtajat keskittyvät lukujen manipulointiin yrityksen markkina-arvon kasvattamisen sijasta. Niukkoja johtajien aikaresursseja ei siis käytetä optimaalisesti.
- Manipuloidut luvut saattavat antaa yrityksen osakkeenomistajille harhaanjohtavaa informaatiota yrityksen menestymisestä, koska yleensä yrityksen ulkopuolisilla osakkeenomistajilla on vajavainen tieto yrityksen tilasta.

Edellämainituista ongelmista erityisesti aikahorisontin pituuteen liittyvä ongelma on oleellinen. Tätä ongelmaa poistaakseen useat yritykset ovatkin kasvattaneet bonusjärjestelmien aikahorisonttia useamman vuoden mittaiseksi, eli tehneet lyhyen tähtäimen järjestelmistä pitkän tähtäimen järjestelmiä. Tämä poistaa osan ongelmasta, mutta ongelmaksi jää yhä se, että johtajien toimien arviointi perustuu osakkeenomistajia kiinnostavan yrityksen markkina-arvon sijasta yrityksen kirjanpidolliseen tulokseen. (Copeland & Weston 1992, 666-7).

Kirjanpidolliseen voittoon perustuviin kannustinmenetelmiin yhteydessä tätä ongelmaa on osittain poistettu sillä, että johtajille annetaan yrityksen osakkeita tai osto-optioita osakkeisiin esim. tulostavoitteiden saavuttamisen perusteella. Tällöin

johtajien saaman palkkion kokonaismäärään vaikuttaa tuloksen lisäksi se, miten yrityksen osakkeen arvo on kehittynyt ja tulee kehittymään.

2.3.2.3 Yrityksen markkina-arvosta riippuvat menetelmät

Sekä nykyiset että potentiaaliset osakkeenomistajat mittaavat pörssilistattujen yritysten menestymistä ennen kaikkea yrityksen osakekurssin kehityksen perusteella, koska se määrää nykyisten osakkeenomistajien omistusosuuden arvon. Tällöin osakkeenomistajilla on todellinen taloudellinen intressi luoda johtajille sellainen kannustinjärjestelmä, joka kiinnittää johdon huomion osakkeen kurssikehitykseen ja saa heidät tekemään päätökset ennen kaikkea siltä pohjalta mikä on päätösten vaikutus yrityksen osakekurssiin. Näiden yrityksen markkina-arvoon sidottujen menetelmien avulla on siten mahdollista vähentää merkittävästi niitä kustannuksia mitä agenttisuhde osakkeenomistajien ja johdon välille luo. Markkina-arvoon sidotut menetelmät ovat tyypillisesti pitkän tähtäimen menetelmiä, koska osakekurssi heijastaa markkinoiden käsitystä yrityksen pitkän tähtäimen arvosta ja johtajan saaman palkkion suuruus riippuu lisäksi siitä, miten osakekurssi on kehittynyt usean vuoden aikana.

Markkina-arvosta riippuvien menetelmien jako

Graskamp jakaa artikkelissaan (1989, 29-30) yrityksen markkina-arvon kehittymisestä riippuvat pitkän tähtäimen kannustinmenetelmät kolmeen luokkaan:

- 1) Osakeoptiot (stock options)
- 2) Arvonnousuoikeudet (stock appreciation grants, SAR's)
- 3) Osakkeiden osto-oikeudet (stock purchase rights).

Osakeoptioissa johtajille annetaan osto-optioita yrityksen uusiin osakkeisiin. Käsittelen osakeoptioita yksityiskohtaisesti seuraavassa kappaleessa; tässä vaiheessa on syytä pitää mielessä se, että osakeoptiot ovat muutoin tavallisia osto-optioita, mutta niissä kohde-etuutena ovat yrityksen uudet osakkeet olemassaolevien osakkeiden sijaan.

Arvonnousuoikeudet ovat muutoin osakeoptioiden kaltaisia, mutta niissä johtajan ei tarvitse sijoittaa omaa varallisuuttaan yrityksen osakkeiden merkintään, koska osakkeiden merkinnän sijasta johtajalle maksetaan osakkeen markkinahinnan ja merkintähinnan välinen erotus käteisenä hänen toteuttaessaan arvonnousuoikeutensa. Arvonnousuoikeuksissa siis vältetään osakkeiden merkinnän rahoittamisen ongelma. (ma., 29-30).

Osakkeiden osto-oikeudet ovat osakeoptioiden kaltaisia sillä erotuksella, että niissä osto-oikeus pitää toteuttaa välittömästi. Täten myös osto-oikeudet vaativat sen, että johtaja sijoittaa omaa varallisuuttaan yrityksen osakkeisiin. Osakkeiden osto-oikeuksia on olemassa kolmea perustyyppiä (Graskamp 1989, 38):

1) Osto tapahtuu markkina-arvoon, mutta yritys tarjoaa apua oston rahoittamiseen esim. edullisen lainan avulla. Menetelmää käytetään erityisesti sellaisten LBO-kauppojen (leveraged buy-out) yhteydessä, joissa johto tulee yrityksen osaomistajiksi. On syytä huomata tässä yhteydessä se, että kuka tahansa voi koska tahansa kannustaa itseään tekemään töitä yrityksen eteen hankkimalla itselleen yrityksen osakkeita markkinahintaan. Täten kaikkien tässä kappaleessa käsiteltyjen menetelmien tulee olla jollakin tapaa johtajille suoraa osakesijoitusta edullisempia, joten niistä tulee siten aiheutua kustannuksia muille osakkeenomistajille jotka tämän edullisuuden kustantavat. Kokonaan eri asia on se, että kustannukset saattavat usein olla mitättömät verrattuna menetelmistä saataviin hyötyihin.

2) Osto tapahtuu alennuksella. Johtaja ostaa osakkeita huomattavallakin alennuksella, mutta vastineeksi osakkeisiin sisältyy rajoituksia esim. niiden myynnin suhteen. Usein yritys pidättää itselleen oikeuden ostaa osakkeet takaisin alkuperäisellä merkintähinnalla, mikäli johtaja siirtyy jonkin toisen yrityksen palvelukseen.

3) Vaihtovelkakirjalainat (VVK). VVK:ssa yritys ottaa johtajiltaan lainaksi tietyn summan rahaa, jolle se maksaa lainaehtojen mukaista korkoa. Johtaja voi ehtojen mukaisesti vaihtaa lainan yrityksen uusiin osakkeisiin joko lainan eräpäivänä tai ennen sitä. Vaihtaminen on edullista tietenkin vain silloin, kun näin saatavien osakkeiden arvo on suurempi kuin pelkän lainan arvo vaihtohetkellä.

Osto-oikeuksilla merkityt osakkeet sisältävät yleensä osakeoptioita enemmän riskiä niitä merkinneiden johtajien kannalta kurssilaskun mahdollisuudesta johtuen. Mikäli

osakkeet on kuitenkin annettu ilmaiseksi, on tämä kurssilaskusta aiheutuva riski enemmänkin laskennallinen ja siten verrattavissa optioiden raukeamiseen arvottomina; kummassakaan tapauksessa johtajien alkuperäinen varallisuus ei vähene. (ma., 29-31).

Markkina-arvosta riippuvien menetelmien edut ja haitat

Osakkeiden markkina-arvoon sidotuilla kannustinmenetelmillä on eri yhteyksissä mainittu olevan mm. seuraavia negatiivisia piirteitä (Graskamp 1989, 38-42):

- Vaikka osakeoptiot ja SAR:t antavat johtajille taloudellisen motiivin toimia siten, että osakekurssi nousee, ei niillä kuitenkaan välttämättä saavuteta riittävää omistajuuden henkeä johtajistossa. Rajoitettujen osakkeiden avulla voidaan tätä ongelmaa poistaa.

- Pelkkä osakekurssi ei välttämättä ole oikea johdon suorituskyvyn mittari, sillä siihen vaikuttavat yritys kohtaisten tekijöiden lisäksi myös mm. osakemarkkinoiden yleinen vire. Tällöin esim. optioiden kohde-etuudeksi tulisikin ottaa osakekurssin kehitys esim. suhteessa pörssin yleisindeksiin tai toimialaindeksiin.. Suhteellisen kehityksen mittaaminen ei kuitenkaan ole ongelmatonta. Esim. Suomessa usean yrityksen, kuten Nokian ja UPM-Kymmenen paino on erittäin suuri sekä yleis- että toimialaindeksissä, joten näiden osakkeiden laskiessa ja muiden pysyessä paikallaan, nousisi muiden yhtiöiden johtajien osakeoptioiden arvo vaikka mitään muutosta yhtiöiden toiminnassa ei ole tapahtunut. On kyseenalaista tulisiko esim. Metran johtajia palkita siitä, että Nokialla menee huonosti. Tätä ongelmaa voidaan osittain poistaa käyttämällä yleisindeksin sijasta esim. painorajoitettua portfolioindeksiä, mutta tällöinkin esim. metsäsektorin kokonaispaino olisi indeksissä varsin suuri.

- Suhteellisen kehityksen mittaaminen poistaa lisäksi sitä ongelmaa, että yrityksen kurssi ja siten markkina-arvoon sidottujen kannustinmenetelmien arvo saattaa laskea suhdanteiden mukana vaikka yrityksen johto tekisi työnsä erinomaisesti. Copeland ja Weston (1992, 671) esittävät tätä vastaan kuitenkin sen argumentin, että niukkoja resursseja ei tule koskaan sitoa heikosti kehittyville aloille. "Hyvin häviäminen" ei siis ole sallittua. Mikäli heikosti kannattavalla teollisuudenalalla johtajia palkitaan siitä, että he menestyvät hyvin suhteessa kilpailijoihin on vaarana se, että johtajat saattavat tehdä nettonykyarvoltaan negatiivisia investointeja vain

sen takia, että investoinnit parantavat yrityksen asemaa suhteessa kilpailijoihin. Tällöin johtajille ei ole tärkeintä oman yrityksen menestyminen vaan se, että kilpailijoilla menee vielä huonommin.

- Optioille ja SAR:ille on tyypillistä riskin ja tuoton välinen epäsuhta, koska johtajat saavat tyypillisesti optiot ja SAR:t ilmaiseksi. Tällöin johtajat pääsevät ilman sijoitusta osalliseksi mahdollisesti korkeistakin tuotoista, mikä saattaa lisätä heidän riskinottohalukkuutensa liiankin suureksi. Toisaalta tilanteessa, jossa johtajien omistamien optioiden ja SAR:ien perusarvo on suuri, mutta niiden toteuttaminen on mahdollista vasta useamman vuoden kuluttua, saattaa johtajille syntyä kannustin varmistaa kurssin pysyminen korkealla tasolla mm. pitäytymällä nettohyötyarvoltaan positiivisista riskialttiista investoinneista. Tällaisessa tilanteessa kannustinvaikutuksen säilyttämiseksi johtajille tulisikin esim. antaa uusia optioita, joiden toteutushintaa on korjattu ylöspäin osakekurssin nousun mukaisesti.

- Kurssisidonnaiset menetelmät eivät rohkaise johtajia ehdottamaan korkeiden osinkojen maksua, koska osinkojen maksu vähentää yrityksen arvoa ja siten laskee sen pörssikurssia, mikä puolestaan vaikuttaa laskevasti mm. optioiden arvoon. Tämän ongelma voidaan välttää tekemällä lainaehtoihin tarvittavat korjaukset osinkojen maksun yhteydessä.

- Markkina-arvon kasvattamisen perusteella palkitsemisessa on myös se heikko puoli, että johtajalla saattaa hyvinkin olla investoinnin kannattavuudesta jotakin sisäpiiritietoa, jota hän ei voi tiedottaa markkinoille. Tällöin markkinat voivat vajavaisen informaation perusteella tehdä vääriä johtopäätöksiä investoinnin kannattavuudesta, mikä saattaa olla kannustin johtajalle jättää investointi tekemättä ja siten toimia osakkeenomistajien pitkän aikavälin edun vastaisesti, koska esim. hänen osakeoptionsa raukeavat lyhyen ajan kuluttua. (Milgrom & Roberts 1992, 436).

- Milgromin ja Robertsin (1992, 441) mukaan osakesidonnaisilla menetelmillä ei lisäetujen kontrollointi ole kovinkaan tehokasta, koska suurissa yrityksissä merkittäväkään rahan käyttö aineellisiin lisäetuihin ei juurikaan vaikuta markkinoiden arvioon yhtiön kannattavuudesta, mutta johtajille nämä lisäedut kyllä tuottavat mielihyvää. Toisaalta osakesidonnaiset menetelmät saattavat tehokkaasti vähentää johtajien "laiskottelua", koska menetelmien ansiosta heillä on todelliset kannustimet hoitaa yrityksen asioita parhaalla mahdollisella tavalla.

Yrityksen markkina-arvoon sidotuilla menetelmillä on em. haitoista huolimatta kuitenkin runsaasti positiivisia puolia (Graskamp 1989, 40):

- Vaikka osakekurssin ja yrityksen johdon toiminnan välinen yhteys ei olekaan suora, tarjoavat markkina-arvoon sidotut menetelmät kuitenkin suoran yhteyden osakkeenomistajien varallisuuden ja yrityksen johdon saaman palkkion välille.
- Sekä osakkeenomistajat että yritysten johtajat hyväksyvät yleisesti osakesidonnaisten menetelmien käytön. Periaatteessa tämä on jo yksinään riittävä perustelu niiden käytölle.
- Osakesidonnaiset menetelmät tarjoavat objektiivisen ulkoisen mittarin yrityksen pitkän tähtäimen menestymiselle, mikä saattaa olla parempi mittari kuin esim. hankalasti määriteltävät yrityksen sisäiset tavoitteet tai manipuloitavissa olevat tunnusluvut.
- Monet markkinasidonnaisten menetelmien ongelmista voidaan korjata tekemällä tarvittavat korjaukset menetelmien ehtoihin, esim. osinkokorjaukset. Tällöin ongelmana on vain se, miten menetelmät pidetään silti yksinkertaisina ja kaikkien ymmärrettävissä olevina.

Copeland ja Weston (1992, 670) mukaan markkina-arvoon sidotuilla menetelmillä on myös se etu, että yrityksen osakkeiden ja siten kannustinmenetelmän arvo nousee välittömästi kun yritys ilmoittaa nettonykyarvoltaan positiivisesta investoinnista eikä vasta silloin kun investoinnin tuotot tulevat yritykselle.

Seuraavassa kappaleessa käsittelen yksityiskohtaisemmin erästä viime vuosina Suomessakin yleistynyttä yrityksen markkina-arvoon sidottua pitkän tähtäimen kannustinmenetelmää, eli johdon optiolainaa.

3 OPTIOLAINA OSANA KANNUSTINJÄRJESTELMÄÄ

3.1 Optiolainan yleiskuvaus

Suomessa johdon kannustamiseen tarkoitettu optiolaina koostuu kahdesta erillisestä osasta: optio-osasta ja lainaosasta.

Johdon optiolainoihin kuuluva optio-osa on yrityksen johtajalle annettu oikeus merkitä yrityksen uusia osakkeita ennaltamäärättyyn hintaan (toteutushinta) ennaltamäärättyinä ajanjaksona (merkintäaika) tulevaisuudessa. Optioiden toteutushinta on yleensä korkeampi kuin osakkeen markkinahinta lainan liikkeellelaskuhetkenä ja merkintäaika on yleensä useamman vuoden mittainen ja alkaa vasta jonkin ajan kuluttua (1 kk - useampi vuosi) lainan liikkeellelaskuhetkestä. Johtaja ei tyypillisesti maksa mitään saamistaan optioista, vaan rahasuoritukset tapahtuvat vasta kun johtaja toteuttaa optionsa ja merkitsee osakkeet. Johtajalla on option määritelmän mukaisesti myös oikeus olla merkitsemättä osakkeita, joten hän luonnollisesti merkitsee osakkeita vain mikäli merkintähetkellä osakkeen markkinahinta on osakkeen merkintähintaa korkeampi. Tällöin hänen voittonsa per osake merkintähetkellä on osakkeen markkinahinta ./ osakkeen merkintähinta.

Suomessa käytetty johdon optiolaina eroaa maailmalla yleisesti tunnetuista osakeoptio-järjestelyistä (stock options) siten, että optiolainan yhteydessä yritys lainaa johtajiltaan tietyn summan rahaa ja samanaikaisesti antaa heille "ilmaiseksi" edelläkuvattuja optiotodistuksia yrityksen uusien osakkeiden merkitsemiseksi. Osakeoptio-järjestelyissä tätä lainaosaa ei ole. Lainaosan mukanaolo johtuu siitä, että Suomen vanhan osakeyhtiölain mukaan yritys ei saa laskea liikkeelle optiotodistuksia laskematta samaan aikaan liikkeelle niihin yhdistettyä lainaa. Laissa ei kuitenkaan ole määräyksiä siitä, kuinka suuri lainaosan tulee olla suhteessa liikkeellelaskettavien optiotodistusten määrään, minkä seurauksena käytännön toteutuksissa lainaosan arvo on häviävän pieni suhteessa optio-osan arvoon. Osakeyhtiölain muutoksen yhteydessä lakia tullaankin muuttamaan siten, että lainaosaa ei enää vaadita optiotodistusten liikkeellelaskun yhteydessä. Jatkossa puhuessani optiolainoista painotan nimenomaan lainojen optio-osaa ja ellen toisin

mainitse, jätän lainaosan kokonaan huomiotta. Viitatessani ulkomaiseen kirjallisuuteen, suomennan termin "stock option" optiolainaksi vaikka oikeampi käännös olisi osakeoptio tai optiotodistus. Valinnalla ei ole vaikutusta asiasisältöön, koska tarkastelun kohteena on optiolainankin yhteydessä sen optio-osa lainaosan ollessa vain laissa vaadittu muodollisuus.

3.2 Optiolainojen edut

Copelandin ja Westonin (1992, 668) mukaan johdon optiolainoja käytetään kahdesta syystä:

- 1) Optiolainojen avulla johtajien yrityksestä saama tulo saadaan enemmän muistuttamaan sitä tuloa, jota osakkeenomistajat yrityksestä saavat. Graskampin (1989, 31) mukaan optiolainojen suosio perustuukin siihen, että ne tehokkaalla tavalla yhdistävät riskiä välttelevien (risk-averse) johtajien ja vähemmän riskiä välttelevien (tai jopa riskineutraalien) osakkeenomistajien edut. Tämä johtuu siitä, että optiolainat palkitsevat johtajia kurssinoususta mutta eivät suoranaisesti rankaise heitä kurssilaskusta. Rangaistuksena on vain se, että mahdolliset voitot jäävät saamatta.
- 2) Optiolainojen verokohtelu on monissa maissa tavallisen palkan verokohtelua edullisempaa. Esim. USA:ssa veroetu perustuu siihen, että optioiden avulla verojen maksua voidaan lykätä kunnes optioiden avulla merkityt osakkeet myydään. Suomalaisten optiolainojen verotusta niiden merkitsijän kannalta käsitellään kappaleessa 3.7.

USA:ssa merkittävä syy optiolainojen käytölle on se, että ne eivät aiheuta kulukirjausta yrityksen kirjanpitoon, joten yritys voi näyttää korkeampaa voittoa kuin muiden kannustinmenetelemien (esim. bonukset) yhteydessä (Bickford & Lucania 1990, 61).

Pienet kasvualojen yritykset puolestaan suosivat optiojärjestelyjä, koska niiden avulla nämä yritykset voivat maksaa työntekijöilleen alempaa kiinteää palkkaa ja siten säästää rahojaan yrityksen toiminnan laajentamiseen. Työntekijät ovat puolestaan valmiita tähän, koska mikäli yritys menestyy, saavat he optiot

toteuttamalla erittäin suuren korvauksen aikaisimmille pienemmän palkan aiheuttamille menetyksilleen. Vuosittaiset bonukset voidaan lisäksi näissä yrityksissä maksaa käteisen rahan asemasta optioilla, mikä myös säästää käteistä rahaa yrityksen investointeihin. (Bickford & Lucania 1990, 61).

3.3 Optiolainojen haitat

Hyvistä puolistaan huolimatta optiolainoilla on mm. seuraavia haittapuolia (Copeland & Weston 1992, 670):

- Optiot kasvattavat entisestään yrityksen johtajien yhteen yritykseen kohdistuvaa riskiä, koska optiolainat lisäävät heidän varallisuuskehityksensä riippuvuutta yhden yrityksen kehityksestä. Tätä riskiä kompensoidakseen johtajat saattavat vaatia omistajilta korkeampaa korvausta mm. palkan muodossa, mikä saattaa olla suurempi kuin optiolainojen tuomat hyödyt yritykselle.
- Optioita ei yleensä ole suojattu osingonjakoa vastaan. Osingonjako laskee yrityksen pörssikurssia ja siten osto-optioiden arvoa, koska osa yrityksen varallisuudesta siirtyy pois yrityksen taseesta yrityksen omistajille. Tämä saattaa antaa kannustimen yrityksen johtajille vastustaa korkeiden osinkojen jakoa, vaikka se olisi perusteltua yrityksen omistajien näkökulmasta.
- Johtajilla saattaa olla kannustin lisätä yrityksen velkaantuneisuutta, koska yrityksen lisävelkaantuminen lisää osakkeen volatilitteettia ja volatilitteen nousu puolestaan kasvattaa optioiden arvoa.

Näistä haitoista erityisesti ensimmäiseen eli riskinkasvuun on syytä esittää pari kommenttia. Ensinnäkin useimmissa tapauksissa johtajat saavat optiot ilmaiseksi, joten huonoimmassa mahdollisessa tapauksessa optiot raukeavat arvottomina mutta siitä huolimatta johtajien alkuperäinen varallisuus ei laske koska he eivät ole mitään optioista maksaneet. On siis kyseenalaista lisääntykö johtajien riski tällaisessa tapauksessa, jossa heille annetaan oikeuksia joilla voi vain voittaa. Toisaalta on hyvin inhimillistä, että johtaja käyttää riskinkasvuperustelua palkkaneuvotteluissaan, koska tämä perustelu puhuu korkeamman palkan puolesta. Toiseksi, johtajien palkat ovat tyypillisesti vain häviävän pieni osa erityisesti suuren yrityksen kustannuksista kun taas kannattamattomien investointien kustannukset

ovat usein erittäin suuret ja saattavat jopa ajaa yrityksen konkurssiin. Vaikka yrityksen johtajille maksettaisiin moninkertainen kiinteä palkka, saattaa se olla kannattavampaa mikäli sillä voidaan varmistaa vaikka prosentinkin verran paremmat päätökset. Johnson & Johnsonin entisen toimitusjohtajan ja pääomistajan Robert W. Johnsonin sanoin: "Make your top managers rich and they will make you rich" (Milgrom, Roberts 1995, 240).

Optiolainoilla voi osakkeenomistajien kannalta olla myös se negatiivinen vaikutus, että mikäli palkkiot onnistumisesta ovat erittäin suuret mutta rangaistukset epäonnistumisista olemattomat, saattaa johtajille syntyä kannustin toteuttaa nettonykyarvoltaan negatiivisia erittäin riskialttiita projekteja, jotka kuitenkin onnistuessaan kasvattaisivat yrityksen ja sitä myötä optioiden arvoa erittäin paljon (Milgrom & Roberts 1992, 432). Tällainen käyttäytyminen korostuu ennen kaikkea tilanteessa, jossa on erittäin todennäköistä, että optiot raukeavat arvottomina. Tilannetta kuvataan englanninkielisissä maissa lausahuksella: "Heads I win, tails you lose".

Optiolainajärjestelyissä johtajien täytyy jollakin tavalla rahoittaa osakkeiden osto optioiden toteutushetkellä. Usein vaadittava rahamäärä on niin suuri, että johtajan on mahdotonta rahoittaa ostoa omalla varallisuudellaan. Tavallisesti tämä ongelma on ratkaistu siten, että yritys on antanut johtajilleen edullisen lainan, jonka avulla johtaja on merkinnyt osakkeet, myynyt osakkeet pörssissä voitolla ja maksanut näin saaduilla rahoilla lainan takaisin. (Graskamp 1989, 35). Tällaisessa tapauksessa johtajalle muodostuu kuitenkin lyhytaikainen velkarahoitettu positio yhtiön osakkeeseen, mikä epätodennäköisen mutta mahdollisen pörssiromahduksen tapauksessa saattaa ajaa johtajan taloudellisiin vaikeuksiin.

Optiolainoilla voi olla myös se haitta, että mikäli yrityksen työntekijöiden mielestä optiolainat ovat vain osakkeenomistajien lahja johtajille saattaa optiolainoilla olla tällöin laskeva vaikutus työntekijöiden työskentelymotivaatioon (Milgrom & Roberts 1992, 433). Tämä motivaatiovaikutus voi olla olemassa huolimatta siitä ovatko optiot palkkio jo tehdystä työstä vai onko ne tarkoitettu kannustamaan johtajia työskentelemään kovemmin ja siten koitumaan myös muiden yrityksen työntekijöiden hyväksi mm. työpaikkojen säilymisen välityksellä.

Motivaatiovaikutus saattaa olla niin suuri, että optioiden liikkeellelaskulla on kokonaisuudessaan negatiivinen vaikutus yrityksen toimintaan. Erityisesti suomalaisissa tiedotusvälineissä tämä "kateusefekti" on moneen kertaan korostunut optiolainojen käsittelyn yhteydessä.

3.4 Yhteenvedo eduista ja haitoista

Ovatko optiolainojen edut suuremmat kuin niiden aiheuttamat haitat? Tähän kysymykseen antaa kenties yksiselitteisimmän vastauksen sen tosiasian toteaminen, että yrityksen osakkeenomistajat tekevät yritystä koskevat päätökset ja siten päättävät myös optiolainojen liikkeellelaskusta. Päätös laskea liikkeelle johtajille suunnattu optiolaina kertoo siten sen asian, että kyseisen yrityksen osakkeenomistajat ovat sitä mieltä, että optiolainojen edut ovat niiden haittoja suuremmat.

Julkisuudessa optiolainoja ovat kritisoineet erityisesti yritysten pienomistajat. Yrityksen osakkeenomistajat tekevät optiolainoja koskevat päätökset yksinkertaisella enemmistöllä ja jos vähemmistöön jäävä omistaja ei ole päätökseen tyytyväinen on hänellä kaksi vaihtoehtoa: myydä osakkeet tai pitää osakkeet. Jos pienomistaja tällaisesta päätöksestä huolimatta ei myy osakkeitaan, indikoi hän sillä sen, että näistä haitoista huolimatta yritys on hänen mielestään aliarvostettu markkinoilla, joten sen osakkeenomistajana kannattaa olla. Pienomistajana ei ole pakko olla.

Myös empiiriset tutkimustulokset puhuvat sen puolesta, että osakkeenomistajat katsovat optiolainoilla olevan enemmän positiivisia kuin negatiivisia vaikutuksia yrityksen kannattavuuteen. Tyypillisesti nimittäin yrityksen osakekurssi reagoi positiivisesti yrityksen ilmoitukseen laskea liikkeelle johtajille suunnattuja optiolainoja. (Copeland & Weston 1992, 670). Tässä on huomattava se, että sekä yrityksen nykyiset että potentiaaliset osakkeenomistajat ovat siis sitä mieltä, että optiolainojen liikkeellelasku on kannattava toimenpide. Jos joku tietää, että näin ei ole, on hänellä mahdollisuus tehdä markkinoilla ylivoittoja hyödyntämällä näitä

“virhereaktioita”. Empiiristä tutkimusta on käsitelty tarkemmin seuraavassa kappaleessa.

Tätä positiivista kurssireaktiota voidaan selittää kolmella eri hypoteesilla (Copeland & Weston 1992, 670-71):

- Kannustinhypoteesin mukaan optiolainat kannustavat yrityksen johtajia toimimaan tehokkaammin yrityksen osakkeenomistajien hyväksi, millä yleensä on positiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuteen.
- Viestittämishypoteesin mukaan yrityksen johdolla on muita osapuolia (myös osakkeenomistajia) paremmat tiedot yrityksen tilasta ja ennen kaikkea sen tulevaisuudennäkymistä, eli ns. sisäpiiritietoa. Näkymien ollessa hyvät johtajien kannattaa yrittää saada osakkeenomistajat myöntämään heille optioita, jotta johtajat saisivat itselleen osan tulevasta voitoista. Optiolainojen liikkeellelaskupäätöksen voidaan siten olettaa välittävän tätä sisäpiiritietoa markkinoille.
- Verohypoteesin mukaan yrityksen arvo nousee sen takia, että merkitsijän kannalta palkka+optiot on (USA:ssa) verotuksellisesti edullisempi kannustinmenetelmä kuin esim. palkka+bonus. Täten yrityksen kokonaiskustannukset laskevat, koska saman verojenjälkeisen kannustinvaikutuksen luodakseen yrityksen tarvitsee maksaa bruttomääräisesti vähemmän palkka+optiot -yhdistelmässä kuin palkka+bonukset yhdistelmässä. Verohypoteesi koski aikaisemmin myös suomalaisia yrityksiä.

Kaikki em. hypoteesit siis ennustavat yrityksen osakekurssin nousevan kun yritys ilmoittaa johtajille suunnatusta optiolainajärjestelystä. Hypoteesin vaikutuksia on kuitenkin äärimmäisen hankala erottaa toisistaan. Ne eroavat toisistaan kuitenkin sen suhteen, miten ne ennustavat johdon käyttäytymisen ja yrityksen toiminnan muuttuvan optiolainojen seurauksena. Kannustinhypoteesi ennustaa johdon suorittavan useampia nettonykyarvoltaan positiivisia investointeja ja lisäävän yrityksen velkaantumista kun taas viestittämis- ja verohypoteesit ennustavat yrityksen keskittyvän tulevaisuudessa näyttämään mahdollisimman suurta voittoa (mahdollisesti pitkän aikavälin menestymisen kustannuksella). Kaikille hypoteeseille on kuitenkin yhteistä se, että niiden mukaan yrityksen osinkosuhte (maksetut osingot / osakekohtainen tulos) laskee. Empiirinen havaintoaineisto antaa vain vähän tukea kannustinhypoteesille mutta viestittämis- ja verohypoteesit

saavat tutkimusten perusteella tukea. Täten optiolainojen liikkeellelaskun syyt eivät niinkään olisi optioiden kannustinvaikutuksessa vaan siinä, että johtajat haluavat itselleen enemmän rahaa. (Copeland & Weston 1992, 670-71).

Em. tekijöiden perusteella voidaan siis sanoa, että optiolainat:

- a) Saavat johtajat ajattelemaan entistä enemmän yrityksen osakkeenomistajien tavoin, mikä lisää heidän riskinottohalukkuuttaan osakkeenomistajien toivomalle tasolle. Optiolainat voivat toisaalta myös vähentää riskinottohalukkuutta esim. tilanteessa, jossa optioiden merkintähintä on huomattavasti pörssikurssia alempi, koska tällöin johtajien intressissä on varmistaa optio-omistuksen arvoa. Optiolainat saattavat myös kannustaa johtajia liialliseen riskinottoon esim. tilanteessa, jossa optiot mitä todennäköisimmin nykyisillä investoinneilla raukeavat arvottomina. Em. ongelmat voidaan kuitenkin välttää kehittämällä jatkuvasti yrityksen optiojärjestelmää vastaamaan muuttuneen tilanteen vaatimuksia.
- b) Optiolainojen avulla voidaan johtajien aikahorisonttia pidentää hyvin helposti. Markkinoiden arvioidessa yrityksen tilaa pitkällä aikavälillä ja optioiden arvon riippuessa markkinoiden arviosta, on johtajilla todellinen taloudellinen kannustin ajatella yrityksen asioita pitkällä aikavälillä.
- c) Optiolainojen merkittävä hyöty on se, että niiden seurauksena yrityksen johtajien huomio kiinnittyy entistä enemmän yrityksen kannattavuuteen yrityksen koon ja vaikutusvallan asemasta. Optioiden avulla johtajat saadaan lisäksi kuluttamaan vähemmän työaikaansa "laiskotteluun", mutta muiden lisäetujen (kuten edustusautojen) kuluttamisen vähentämiseen ei johtajilla ole pelkkien optiolainojen perusteella taloudellista intressiä. Niiden kulutuksen vähentämiseksi osakkeenomistajien tulee harkita muita keinoja.

3.5 Optiolainojen muunnelmia

Optiolainojen em. ongelmia voidaan poistaa osittain tai kokonaan muuttamalla optiolainojen ehtoja. Monissa tapauksissa optiolainojen aiheuttamat hankaluudet johtuvatkin enemmänkin siitä, että järjestelyt halutaan pitää yksinkertaisina ja kaikkien ymmärrettävissä olevina, millä sitten on omat negatiiviset vaikutuksensa.

Optiolainojen ollessa vielä toistaiseksi Suomessa uusi ilmiö on selvää, että kehitystyö on kesken.

Suomalaiset yritykset käyttävät runsaasti ns. alennusoptioita (discount stock options), joissa osakkeiden merkintähinta on alhaisempi kuin osakekurssi optiolainojen liikkeellelaskuhetkellä. Alennusoptioiden käytöllä on kaksi perussyötä (Graskamp 1989, 34):

- 1) Alemmalla merkintähinnalla voidaan palkita johtajia hyvin tehdystä työstä ja siten myös kannustaa muita johtajia työskentelemään kovemmin tämän palkkion toivossa.
- 2) Alempi merkintähinta tarjoaa merkitsijöille "suojaa" osakkeen kurssilaskua vastaan ja siten säilyttävät mahdollisen kurssilaskun yhteydessä kannustinvaikutuksensa pidempään kuin optiot, joiden merkintähinta on liikkeellelaskuhetkellä pörssikurssia korkeampi.

Optiolainojen yhteydessä on kritisoitu erityisesti sitä, että johtajia palkitaan menneestä myöntämällä heille alennusoptioita tai optioita, joiden toteutushinta on vain hieman pörssikurssia ylempi. Kritiikin perusteluna käytetään sitä, että optiolainat ovat ennen kaikkea johdon kannustinväline eikä suinkaan palkitsemisväline. Alennusoptioiden avulla voidaan kuitenkin samanaikaisesti sekä palkita johtajia hyvin tehdystä työstä että kannustaa heitä työskentelemään ahkerasti myös tulevaisuudessa. Ongelmana tässä on vain se, että mikäli alennus on liian suuri, poistuu optiolta sen kannustava luonne johtajien alkaessa varmistella option arvoa. Palkitsemisessa ei siis itsessään ole mitään vikaa, mutta alennusoptio ei ole tehokkain väline palkitsemisen suorittamiseen; palkitseminen kannattaa suorittaa esim. käteissuorituksena ja kannustaminen optiolainojen avulla. Mikäli yrityksen osakkeenomistajat kuitenkin haluavat yhdistää optiolainoihin palkitsemiselementin kannattaa heidän toteuttaa tämä esim. siten, että johtajille annetaan mahdollisuus merkitä lisää optiolainaa mikäli he saavuttavat asetetut tavoitteet, mutta uusien optioiden toteutushintaa on korjattu siten, että toteutushinta on selvästi senhetkistä pörssikurssia korkeammalla.

Vaihtuvahintaisissa optioissa (variable-priced options) optioiden toteutushintaa voidaan laskea liikkeellelaskuhetkellä määrätystä hinnasta, mikäli esim. yrityksen

johto saavuttaa tietyt tavoitteet vaikkapa markkinaosuuden suhteen. Täten siis optioihin voidaan yhdistää myös muita tavoitteita kuin yrityksen markkina-arvon kasvattaminen. Suoritukseen perustuvissa optioissa (performance options) oikeus optioiden toteuttamiseen myönnetään vain mikäli yritys saavuttaa esim. tietyt tulostavoitteet. (ma., 34).

Optiolainajärjestelyjä voidaan hienosäätää myös sillä tavoin, että johtajien merkityksessä osakkeita optioiden avulla heille annetaan uusia optioita, joiden merkintähinta on nykyistä pörssikurssia ja vanhojen osakkeiden merkintähintaa korkeampi. Täten uusien optioiden avulla säilytetään kannustinvaikutus; osakkeen merkittyyään johtajalla nimittäin saattaa olla kannustin alkaa varmistella omistuksensa arvoa, mikä ei kuitenkaan ole osakkeenomistajien edun mukaista. (Paulin 1989, 45).

3.6 Optiolainan arvonmääritys

Optiolainan arvoa lainan merkitsijälle määriteltäessä optiolaina tulee jakaa kahteen osaan: optio-osaan ja lainaosaan, joiden kummankin arvo määritellään erikseen. Koko optiolainan arvo saadaan laskemalla näiden kahden osan arvot yhteen. Käytännön sovelluksille on tyypillistä, että optio-osan arvo on suurempi kuin koko optiolainan arvo, koska lainaosan arvo on negatiivinen lainan merkitsijälle. Tämä johtuu siitä, että yrityksen lainaosalle maksama korko on yleisesti pienempi kuin mitä yritys joutuisi maksamaan vastaavaehtoiselle markkinoiltaotetulle lainalle. Johtaja siis lainaa yritykselle rahaa "liian halvalla", mutta saa vastineeksi maksutta optioita. Käytännön sovelluksissa lainaosan arvo on itseisarvoltaan hyvin pieni suhteessa optioiden arvoon, joten lainaosan arvo voidaan käytännöntason tarkasteluissa jättää huomiotta.

3.6.1 Optiolainan optio-osan arvo

Optiolainan optio-osa on ns. warrantti. Warrantti on muutoin samanlainen kuin osto-optio (call option), mutta warrantissa oikeus kohdistuu yrityksen uusiin

osakkeisiin osto-option oikeuden kohdistuessa yrityksen jo liikkeellelaskemiin osakkeisiin. Tämän seurauksena warrantin voi laskea liikkeelle vain yritys, koska vain sillä on oikeus lisätä omien olemassaolevien osakkeidensa määrää. Osto-option voi puolestaan laskea liikkeelle periaatteessa kuka tahansa. (USA:ssa on olemassa jopa oikeuden päätös siitä, että kohdeyrityksen suostumusta osto- tai myyntioptioiden liikkeellelaskuun ei tarvita).

Warrantin arvo määritellään vastaavanlaisen osto-option arvon avulla tekemällä osto-option arvoon ns. diluutiokorjaus, millä huomioidaan se seikka että warranttia toteutettaessa yrityksen osakkeiden lukumäärää kasvaa ja siten vanhojen osakkeenomistajien omistusosuus yrityksessä laskee. Tällöin myös vanhojen osakkeenomistajien omistusosuuden arvo laskee mikäli warranttien toteutushinta on alle osakkeen markkinahinnan. Näin luonnollisesti on, koska muutoin warranttien haltijalla ei olisi mitään syytä toteuttaa warranttejaan.

Osto-option arvo osakkeelle, jonka osinkotuotto on nolla voidaan määritellä ns. Black&Scholesin (1973) kaavalla. Mikäli optiota ei ole suojattu osinkojen maksulta, voidaan osingot ottaa arvonmäärittämisessä huomioon tekemällä kaavaan Mertonin (1973) ehdottamat korjaukset. Ohessa esitän vain Black&Scholes -kaavan Mertonin tekemien osinkokorjauksin ja mallin parametrit ilman kaavan johtoa. Kaavan johdosta ja mallin oletuksista kiinnostuneelle lukijalle suosittelen tutustumista mainittuihin artikkeleihin.

Osto-option arvo

Merton täydentää artikkelissaan (1973) Blackin ja Scholesin (1973) johtamaa eurooppalaisen osto-option arvon määrittävää kaavaa ottamalla huomioon osakkeelle maksettavat osingot. Kaavassa osinkotuotto (maksettu osinko jaettuna osakkeen markkinahinnalla) oletetaan vakioksi ja osinkojenmaksun oletetaan tapahtuvan jatkuvasti. Myös Miettinen on omassa tutkimuksessaan (1995) käyttänyt tätä samaa kaavaa.

$$C = e^{-\ln(1+k)T} SN(Z) - e^{-\ln(1+r)T} XN(Z - \sigma T^{1/2}), \quad (3-1)$$

missä S = osakkeen hinta

X = option toteutushinta

r = vuotuinen riskitön korko

σ = osakkeen volatilitiiteetti vuositasolla

T = aika vuosina viimeiseen mahdolliseen toteutuspäivään

$N()$ = kumulatiivisen standardoidun normaalijakauman tiheysfunktion arvo

k = osinko / osakkeen markkina-arvo ja

$$Z = \frac{\ln(S/X) + (\ln(1+r) - \ln(1+k) + \sigma^2/2)T}{\sigma T^{1/2}} \quad (3-2)$$

Osakkeen volatilitiiteetti on osakkeen päivittäisten tuottojen keskihajonta muutettuna vuositasolle. Päivittäinen keskihajonta lasketaan seuraavalla tavalla (Cox & Rubinstein 1985, 256):

$$\sigma = (1/(n-1) * \sum_{k=1}^n \ln(R_k - \mu)^2)^{1/2}, \quad (3-3)$$

missä R_k = hintasuhte S_k / S_{k-1}

S_k = osakkeen päätöskurssi päivänä k ($k=0, 1, \dots, n-1$)

n = hintasuhteiden R_k lukumäärä ja

$$\mu = 1/n * \sum_{k=1}^n \ln R_k. \quad (3-4)$$

Päivittäinen volatilitiiteetti muutetaan vuosittaiseksi volatilitiiteetiksi seuraavalla kaavalla (Cox & Rubinstein 1985, 256):

$$\sigma_{\text{vuotuinen}} = 250^{1/2} * \sigma_{\text{päivittäinen}}, \quad (3-5)$$

jossa 250 kuvaa kaupankäyntipäivien lukumäärää vuodessa.

Käytän em. kaavoja omassa tutkimuksessani vertailukelpoisuuden säilyttämiseksi Miettisen tutkimukseen. Miettisen (1995, 33-6) tavoin teen warrantin arvon määrittämiseksi osto-option kaavaan diluutiokorjauksen seuraavassa kohdassa esitetyllä tavalla.

Warrantin arvo

Galain ja Schnellerin vuonna 1978 esittämän mallin mukaisesti warrantin arvo voidaan tietyin oletuksin laskea vastaavan osto-option arvosta seuraavalla kaavalla (Copeland&Weston 1992, 473-5):

$$W = C / (1+q), \quad (3-6)$$

missä W = warrantin arvo

C = vastaavat ehdot omaavan osto-option arvo

$q = \frac{\text{warranttien lkm}}{\text{liikkeellelaskettujen osakkeiden lkm.}}$

Tällöin warrantin arvo on aina pienempi kuin vastaavat ehdot omaavan osto-option arvo, koska yhdenkin warrantin olemassaolo saa aikaan sen, että kaavan nimittäjä on suurempi kuin 1.

Option delta

Mikäli em. warrantin arvon laskukaava derivoidaan S :n eli osakkeen hinnan suhteen saadaan option arvon muutos kun osakkeen hinta muuttuu yhdellä yksiköllä. Tätä lukua kutsutaan option deltaksi ja se kuvaa option arvon herkkyyttä osakekurssin muutoksille. Warrantin delta on siten seuraava:

$$\Delta = \frac{e^{-\ln(1+q)T} N(Z)}{1+q}, \quad (3-7)$$

jossa parametrit ovat kuten edellä.

3.6.2 Optiolainan lainaosan arvo

Optiolainan lainaosan arvon määrittämiseksi oletamme, että antaessaan lainan yritykselle johtaja ostaa yritykseltä velkakirjat nimellisarvoonsa. Välittömästi velkakirjojen oston jälkeen niiden arvo kuitenkin laskee, koska mikäli johtaja haluaisi myydä velkakirjat markkinoilla (ja hänellä olisi oikeus siihen) riippuisi hänen velkakirjoistaan saama hinta siitä korosta, jolla markkinat velkakirjan ehdoilla lainaisivat yritykselle rahaa. Yleensä optiolainojen tapauksessa tämä korko on velkakirjojen korkoa suurempi, joten tällöin velkakirjan arvo on sen nimellisarvoa alhaisempi. Tässä tapauksessa johtajan voitto tai tappio velkakirjojen ostosta on: velkakirjan markkina-arvo \cdot \cdot velkakirjan nimellisarvo.

Velkakirjan markkina-arvon voimme laskea diskonttaamalla nykyhetkeen kaikki velkakirjan haltijalle kuuluvat rahasuoritukset diskonttauskoron ollessa em. markkinakorko.

3.7 Optiolainan verotuskäsittely merkitsijän kannalta

Voimassaolevan lainsäädännön mukaisesti optiolainoilla saatu tulo verotetaan merkitsijän ansiotulona sillä hetkellä kun merkitsijä (esim. Metran johtaja) joko käyttää merkintäoikeutensa tai myy optiotodistukset. Mikäli merkitsijä käyttää merkintäoikeutensa on verotettavan tulon määrä osakkeen käypä hinta merkintähetkellä \cdot osakkeen merkintähinta. Jos merkitsijä tämän jälkeen pitää osakkeet salkussaan ja myy ne myöhemmin yli merkintähetken hinnan, verotetaan myyntihinta \cdot merkintähetken hinta pääomatulona. Mikäli hän puolestaan myy optiotodistukset, on verotettava tulo optiotodistusten myyntihinta \cdot niistä mahdollisesti maksettu summa. Useimmissa tapauksissa optiolainoja merkinneet johtajat eivät ole maksaneet optiotodistuksista mitään, joten verotettavaa tuloa on tällöin koko optiotodistusten myyntihinta.

(Seppälä 1995, 22-3).

Ennen lainsäädännön muutosta tilanne oli edelläkuvatun kaltainen kuitenkin sillä merkittävällä erotuksella, että optiolainoilla saatuja voittoja verotettiin

pääomatulona. Tilanne koettiin kuitenkin sekä poliittisesti että fiskaalisesti sen verran ongelmalliseksi, että päädyttiin esittämään optiovoittojen verottamista ansiotulona ja muutoksen voimaansaattamista takautuvasti 16.9.1994 alkaen. Takautuvuuteen oli pääasiallisena syynä se, että muutossuunnitelmien tultua julki yritykset alkoivat muuttaa voimassaolevien optiolainajärjestelyjen ehtoja pyrkimyksenä realisoida optiovoitot ennen muutoksen voimaantuloa. (ma., 25).

4 OPTIOLAINOJA KOSKEVA AIKAISEMPI EMPIIRINEN TUTKIMUS

4.1 Ulkomainen empiirinen tutkimus

Ulkomailla on sekä kannustinjärjestelmiä että osakeoptioita niiden osana tutkittu empiirisesti erityisen paljon USA:ssa. Pääasiallisena syynä tähän on se, että USA:ssa osakeoptioita on käytetty jo vuosikymmenten ajan sekä johtajien että työntekijöiden kannustamiseen kun taas esim. Euroopassa ne ovat vielä suhteellisen uusi ilmiö.

Klein on laajassa tutkimuksessaan (1660 yritystä 10 eri teollisuudenalalla) selvittänyt johdon kannustinjärjestelmien käyttöä ja käytön eroja USA:ssa, Isossa-Britanniassa ja Kanadassa. Saatujen tulosten mukaan amerikkalaisten toimitusjohtajien rahapalkka ja vuotuiset bonukset ovat suurimmat ja myös vaihtelevat eniten yrityksen tuloksethityksen mukana. Osakeoptioita puolestaan pidetään sekä USA:ssa että Kanadassa hyvänä tapana yhdistää osakkeenomistajien ja johdon tavoitteet, mutta Isossa-Britanniassa niiden käytössä on vielä puutteita.

Gerhart ja Trevor (1996) ovat tutkimuksessaan selvittäneet johdon kannustinjärjestelmän rakenteen yhteyttä johdon vaihtuvuuteen. Saatujen tulosten mukaan johdon vaihtuvuus on sitä pienempi mitä enemmän johdon palkitseminen perustuu pitkän tähtäimen menetelmiin ja mitä enemmän palkitseminen riippuu tulosten saavuttamisesta.

Hoskissonin, Hittin ja Hillin (1993) tutkimuksessa puolestaan todettiin, että mikäli divisioonajohtajien palkitseminen perustuu lyhyen tähtäimen tulostavoitteiden saavuttamiselle, laskee heidän halukkuutensa suorittaa riskialttiita tutkimus- ja tuotekehitysinvestointeja.

Yermack on tutkinut amerikkalaisia johdon optiojärjestelyjä laajalla empiirisellä aineistolla. Vuoden 1995 tutkimuksessaan hän löysi vain osittaista yhteyttä osakeoptioiden käyttöä perustelevien teorioiden ja käytännön soveltamisen välille. Vuonna 1997 hän puolestaan todisti, että keskimäärin yritysten johtajille myönnetään osakeoptioita juuri ennen suotuisten yritys uutisten julkaisemista. Tämä

voidaan selittää sillä, että johtajilla on sisäpiiritietoa suotuisista tapahtumista (esim. odotuksia parempi tulos) ja heidän kannattaa siten suostutella omistajat myöntämään heille osakeoptioita ennen kuin nämä hyvät uutiset ehtivät nostaa osakekurssia.

Park ja Song (1995) ovat tutkineet osakeoptioiden vaikutusta yhtiöiden pitkän aikavälin menestykseen ja tulleet siihen tulokseen, että osakeoptioilla todella on positiivinen vaikutus niitä myöntäneiden yritysten menestykseen.

Osakeoptioita koskevasta eurooppalaisesta tutkimuksesta voidaan mainita mm. Bernhardtin ja Wittin (1997) tutkimus, jossa he analysoivat osakeoptioiden käyttöä saksalaisissa yrityksissä tuoden esiin muutamia niiden käyttöä hankaloittavia seikkoja: saksalaisten yritysten amerikkalaisista poikkeava omistusrakenne (yritykset omistavat toinen toisiaan), pääomamarkkinoiden erot ja mm. se, että laajojen irtisanomisten aikana voi yritysten olla vaikea laskea liikkeelle osakeoptioita hankkimatta samaan aikaan itselleen runsaasti negatiivista julkisuutta.

4.2 Kotimainen empiirinen tutkimus

Suomessa optiolainoja ja johdon kannustinjärjestelmiä on tutkittu empiirisesti hyvin vähän. Miettinen on pro gradu -työssään (1995) käynyt läpi kaikki suomalaisten yritysten vuoden 1994 kesäkuun loppuun mennessä liikkeellelaskemat optiolainat. Saatujen tulosten mukaan tyypillinen optiolainoja liikkeellelaskenut yritys on markkina-arvoltaan keskimääräistä pörssiyritystä suurempi ja myös sen ulkomaalaisomistus on keskimääräistä suurempi. Keskimääräisen optiolainajärjestelyn arvo liikkeellelaskuhetkellä on 16,8 mmk. Miettisen tuloksia käsitellään tarkemmin oman työni empiirisessä osassa.

5 METRA-KONSERNI JA KONSERNIN KANNUSTINJÄRJESTELMÄ

5.1 Metra-konserni

5.1.1 Konsernin yleiskuvaus

Metra-konserni (jatkossa Metra, Metra Oy Ab viittaa konsernin emoyhtiöön) on suomalainen kansainvälisillä markkinoilla toimiva teollisuusyritys, jonka liikevaihto oli vuonna 1996 11,7 miljardia markkaa. Ulkomaantoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta oli 96% ja tuotannosta 51%. Konsernin palveluksessa oli vuoden lopussa 12.076 työntekijää, joista 3.589 (30%) Suomessa. (Metra 1996, 8).

Vuoden 1996 lopussa konsernin liiketoiminta oli jaettu kolmeen tytäryhtiöön ja yhteen merkittävään osakkuusyhtiöön. (mt, 8):

- Wärtsilä Diesel (69% konsernin liikevaihdosta) valmistaa keskinopeita ja nopeita diesel- ja kaasumootoreita, joita käytetään laivojen moottoreina ja sähkön tuottamiseen voimalaitoksissa.
- Sanitec (23% konsernin liikevaihdosta) valmistaa kylpyhuonekeramiikkaa sekä muita kylpyhuonetuotteita.
- Imatra Steel (8% konsernin liikevaihdosta) valmistaa erikoisteräksiä ja terästuotteita auto- ja konepajateollisuudelle.
- Metra omistaa 29% ruotsalaisen lukituslalla toimivan Assa-Abloy Ab:n osakkeista ja 38% sen äänistä.

Edellämainittujen tytär- ja osakkuusyhtiöiden lisäksi Metra omistaa myös lukuisia muita yhtiöitä, mutta näiden yhtiöiden merkitys Metran toiminnan kannalta on vähäinen, joten ne voidaan jättää tässä yhteydessä käsittelemättä.

5.1.2 Konsernirakenteen muutokset

Vuoden 1994 optiolainan liikkeellelaskun jälkeen on konsernin rakenteessa tapahtunut kaksi muutosta, joilla on oleellista merkitystä oman työni kannalta:

- Kesäkuussa 1996 Metra myi tytäryhtiönsä Cimcorp Oy:n sveitsiläiselle Swisslog Groupille (Metra 1996, 18). Myynnin seurauksena kumpaakin käsittelemääni optiolainaa merkinnyt yksikön johtaja siirtyi pois konsernin palveluksesta.
- Kesäkuussa 1994 Metra ja ruotsalainen Securitas-konserni päättivät fuusioida lukituslalla toimivat tytäryhtiönsä Assa-Abloy Ab:ksi (Metra 1994, 28). Tällöin vuoden 1994 optiolainaa merkinneet Metran tytäryhtiön Abloy Securityn johtajat siirtyivät pois konsernin palveluksesta eivätkä siten enää osallistuneet vuoden 1996 optiolainaan.

5.1.3 Konsernin omistusrakenne

Metra Oy Ab:n osakepääoma oli 31.12.1996 538,7 mmk, joka koostui 13.926.668 kappaleesta A-sarjan ja 13.007.095 kappaleesta B-sarjan osakkeita kummankin sarjan osakkeiden nimellisarvon ollessa 20 mk. A-sarjan osakkeilla on kymmenen ääntä ja B-sarjan osakkeilla yksi ääni ja ne oikeuttavat samansuuruiseen osinkoon. (Metra 1996, 10-12). Yhtiön osakepääoma ei ole muuttunut vuosien 1994, 1995 tai 1996 aikana, joten kumpaakaan optiolainaa ei ole vaihdettu osakkeiksi vuoden 1996 loppuun mennessä. Vuoden 1997 ensimmäisellä kolmanneksella ei merkintöjä ole myöskään tehty.

Metran yhtiökokous teki 24.3.1997 päätöksen rahastoannista. Annissa Metran B-osakkeiden lukumäärä nostetaan 26.933.763 osakkeella antamalla jokaista A- ja B-sarjan osaketta kohden yksi uusi B-sarjan osake. Annin jälkeen yhtiöllä on 13.926.668 A-sarjan ja 39.940.858 B-sarjan osaketta. Metran osakkeen kaupankäynti ilman oikeutta rahastoantiin alkoi 8.4.1997. Annin tarkoituksena on pörssitiedotteen mukaan "lisätä kaupankäyntimahdollisuuksia Metran osakkeilla B-osakkeiden määrää kasvattamalla", joten oman tutkimukseni kannalta rahastoannilla ei ole muuta vaikutusta kuin se, että optiolainojen ehtoja korjataan annin yhteydessä siten, että osakkeiden merkintähinta puolitetaan ja merkittävien osakkeiden lukumäärä kaksinkertaistuu. Jatkossa käsittelen optiolainoja vanhojen osakemäärien perusteella.

Metra Oy Ab:n suurin omistaja on Fiskars Oy Ab, joka omistaa 15,1% Metran osakkeista ja 22,1% äänistä. Vakuutusyhtiöiden Sammon, Pohjolan ja Eläke-Varman sekä Merita Pankin lisäksi muita suuria osakkeenomistajia ovat mm. Agrofin Oy Ab sekä muutamat säätiöt. (Metra 1996, 13). Käytännössä päättäväisyyttä Metrassa käyttävät Ehrnroothien suvun jäsenet yhdessä em. institutionaalisten osakkeenomistajien kanssa ja he (Ehrnroothien suvun jäsenet yhdessä institutionaalisten osakkeenomistajien kanssa) ovat siten työni tarkastelunäkökulmasta ne päämiehet, joiden agentteina Metran johtajat toimivat. Erotuksena muista Metran osakkeenomistajista voidaan todeta, että em. omistajilla on myös käytännön mahdollisuudet vaikuttaa yhtiön toimintaan kun taas muut omistajat ovat lähinnä ns. portfoliosijoittajia, eikä heillä ole kuin poikkeustapauksissa mahdollisuuksia vaikuttaa Metran päätöksentekoon. Työni liitteessä on lista suurimmista osakkeenomistajista 31.12.1996 tilanteen mukaisesti. Omistusrakenteessa ei ole vuosina 1994-1996 tapahtunut merkittävää muutosta.

Ulkomaalaisten ja hallintarekisteröityjen omistajien osuus osakkeista oli vuoden 1996 lopussa 16,2% ja osuus äänistä 6,5% (Metra 1996, 13). Vuoden 1995 lopussa niiden osuus osakkeista oli 15,8% (Metra 1995, 13) ja vuoden 1994 lopussa 12,2% (Metra 1994, 9). Kehitys kuvastaa yleistä trendiä, jossa ulkomaalaisten omistajien osuus suomalaisista pörssiyhtiöistä on noussut viime vuosien aikana.

Metran hallitus, konsernin toimitusjohtaja ja varatoimitusjohtaja (yhteensä 9 henkilöä) omistivat yhteensä 77.551 Metran osaketta vuoden 1996 lopussa, mikä oli 0,29% kaikista osakkeista ja 0,48% äänistä. Konsernijohto (ml. toimitusjohtaja ja varatoimitusjohtaja, yhteensä 6 henkilöä) omisti yhteensä 15.335 osaketta, mikä oli 0,06 kaikista konsernin osakkeista. (Metra 1996, 64). Konsernijohtoon ja hallituksen omistusosuutta Metrassa voidaan luonnehtia vähäiseksi varsinkin kun otetaan huomioon että kolme Ehrnroothien suvun jäsentä omistaa 94,4% edelläkäsittelystä hallituksen ja konsernijohtoon omistamista yhteensä 79.406 osakkeesta. Tämän seurauksena osakeomistus ei voi toimia kovinkaan suurena kannustimena konsernin johtajien toiminnalle; osakekurssin huomattavakaan nousu ei tuo heille vielä merkittäviä palkkioita.

5.2 Metran johdon kannustinjärjestelmä

5.2.1 Järjestelmän yleiskuvaus

Metra aloitti kannustinjärjestelmänsä systemaattisen kehittämisen 1980-luvun loppupuoliskolla. Pääasiallisena syynä tähän oli se, että muillakin suomalaisilla yrityksillä on silloin käytössään erilaisia kannustinjärjestelmiä eikä Metra siten halunnut jäädä tässä kehityksessä jälkeen. Järjestelmän alkuvaiheessa tärkeimpänä vaikuttimena olikin yrityksen olemassaolevien johtajien pitäminen tyytyväisinä yrityksen tarjoamiin etuihin suhteessa muihin yrityksiin. Myöhemmin järjestelmän merkitys uusien henkilöiden houkuttelussa yrityksen palvelukseen on kasvanut; nykyään uudet työntekijät haluavat yleisesti bonuksia palkkiojärjestelmänsä osaksi.

Metra jakaa kannustinjärjestelmänsä lyhyen ja pitkän aikavälin menetelmiin. Lyhyen aikavälin menetelmistä tärkein on Metran käyttämä bonusjärjestelmä. Metran johtajien työsopimukset ovat muutoin hyvin "konservatiivisia" eli Metra ei ole laajentanut kannustinjärjestelmäänsä kattamaan johtajien kuukausipalkkoja, eläkkeitä tai vakuutuksia. Pitkän aikavälin menetelmiin kuuluvat ainoastaan Metran kaksi johdolle suunnattua optiolainaa, joita käsittelen kappaleessa 5.3. Yhteenvetona voidaan siis todeta, että Metran kannustinjärjestelmässä on kaksi osaa: lyhyen tähtäimen bonusjärjestelmä ja pitkän tähtäimen optiolainat.

Metran kannustinjärjestelmän koostuessa vain kahdesta komponentista ja muiden työsopimuksen ehtojen ollessa hyvin konservatiivisia voidaan sanoa, että Metran kannustinjärjestelmä on varsin alkeellinen kun sitä verrataan mm. amerikkalaisten yritysten vastaaviin järjestelmiin. Kannustinjärjestelmien kehittymättömyys on kuitenkin tyypillinen piirre suomalaisille yrityksille (Miettinen 1995, 52), joten suhteessa muihin suomalaisiin yrityksiin on Metran järjestelmä arviolta hyvää keskitasoa. Kehittymättömyyteen on pääasiallisena syynä se, että johdon (ja muun henkilökunnan) kannustamiseen on kiinnitetty todellista huomiota vasta 1980-luvun loppupuolelta lähtien, joten kehitystyö on vasta alkuvaiheissaan.

5.2.2 Bonusjärjestelmä

Metran lyhyen tähtäimen kannustinjärjestelmä muodostuu vuosittaisista bonuksista, jotka maksetaan tavoitteiden saavuttamisen perusteella. Tavoitteet asetetaan aina seuraavaksi vuodeksi vuosisuunnitelman ja budjetin laatimisen yhteydessä ja niistä on tyypillisesti noin puolet taloudellisia tunnuslukuja toisen puolen muodostuessa yksilöllisistä laadullisista tavoitteista. Taloudellisina tunnuslukuina käytetään mm. tulosta rahoituserien jälkeen, liikevoittoa, kassavirtaa, liikevaihtoa tai toiminnan volyymia riippuen siitä toimitaanko divisioona- vai yksikkötasolla. Vastaavasti myös liikevoitto voi olla koko divisioonan liikevoitto tai vain tietyn yksikön liikevoitto. Maksimissaan bonuksen suuruus voi olla kolmen kuukauden palkan suuruinen.

Bonusten tavoitteena on kannustaa ihmisiä ja saada yksilö saavuttamaan asetetut tavoitteet. Bonusten avulla ei juurikaan pyritä sitomaan ihmisiä yrityksen palvelukseen. Bonuksia on Metrassa jaettu useamman vuoden ajan ja niiden käyttö on tänä aikana levinnyt organisaatiossa ylhäältä alas. Operaativisen toiminnan lisäksi bonuksia käytetään myös esikuntatoiminnoissa.

5.3 Optiolainat osana Metran kannustinjärjestelmää

5.3.1 Optiolainojen ehdot

Seuraavalla sivulla olevassa taulukossa esitän Metran liikkeellelaskimien kahden optiolainan lainaehdot siltä osin, kun ehdoilla on merkitystä oman työni kannalta. Täydelliset lainaehdot ovat liitteissä. Kappaleessa 5.3.2 analysoin lainaehdoja tarkemmin selvittämällä Metran osakkeenomistajien tavoitteet lainojen suhteen sekä vertaamalla lainoja sekä teoriaan että Miettisen (1995) saamiin tuloksiin.

Lisäyksenä taulukon tietoihin todettakoon, että kummankin optiolainan ehtojen mukaisesti optiotodistukset ovat merkitsijän vapaasti myytävissä merkintäaikana, mutta lainaosaa ei merkitsijä saa myydä ilman yrityksen kirjallista suostumusta.

Taulukko 1. Metra Oy Ab:n optiolainojen lainaehdot

	1994	1996
Lainamäärä	2.500.000 mk	180.000 mk
Lainaerä	1.000 mk	1.000 mk
Lainan emissiokurssi	100 %	100 %
Lainakorko	12 kk Helibor - 1%	Suomen Pankin peruskorko - 1%
Laina-aika	2.5.1994 - 2.5.1998 = 4 vuotta	2.5.1996 - 2.5.03 = 7 vuotta
Merkintäaika	2.1.1996 - 2.5.1998 poislukien joulukuut	1.9.1996 - 2.5.03 pl. joulukuut
Optiotodistuksia per lainaerä	1 kpl	1 kpl
Yhdellä optiotodistuksella merkittävien osakkeiden lukumäärä	63 B-osaketta	600 B-osaketta
Uusien osakkeiden määrä mikäli kaikki optiotodistukset vaihdetaan osakkeiksi	157.500	108.000
Diluutio % osakkeiden lukumäärästä	0,58 %	0,40 %
B-osakkeen merkintähinta	245,60 mk	202,40 mk
Pörssikurssi yhtiökokouksen tehdessä päätöksen optiolainan liikkeellelaskusta	196 mk	191 mk
Merkintähinta yli pörssikurssin %:eina	+25,3 %	+6,0 %
Yhtiökokouksen päätöspäivä	8.4.1994	25.3.1996
Kurssi 9.12.1997 (kerrottuna kahdella)	257 mk	257 mk
Kurssi yli merkintähinnan	4,6%	27,0%
Merkitsijöiden lukumäärä	43 hlöä	34 hlöä
Vain 1994 lainaa merkinneiden lkm	14	
Vain 1996 lainaa merkinneiden lkm		5
Kumpaakin lainaa merkitsi yhteensä 29 henkilöä.		

Lähde: Metra Oy Ab:n optiolainojen 1994 ja 1996 velkakirjat.

5.3.2 Optiolainojen tavoitteet ja lainojen ehdot

Miettisen (1995, 56-8) mukaan suomalaiselle optiolainoja liikkeellelaskeneelle yritykselle on tyypillistä, että sekä koko yrityksen markkina-arvo että ulkomaalaisten omistajien osuus yhtiöstä ovat keskimääräistä suomalaista pörssiyritystä suurempia. Metra vastaa varsin hyvin tätä kuvausta. Metran markkina-arvo oli 31.3.1995 noin 4,2 miljardia markkaa kun vastaavalla hetkellä muiden suomalaisten optiolainoja liikkeellelaskeneiden yrityksen keskimääräinen markkina-arvo oli 3,8 miljardia markkaa (2,4 miljardia markkaa ilman Nokiaa) ja optiolainoja liikkeellelaskemattomien yritysten 0,9 miljardia markkaa. (Miettinen 1995, 56-8). Metran ulkomaalaisomistus (hallintarekisteri + ulkomaalaiset rekisteröityneet omistajat) oli 31.3.1995 15,4% kun vastaava keskimääräinen luku optiolainoja liikkeellelaskeneille yrityksille oli 21,4% ja liikkeellelaskemattomille 9,6%. (mt, 56-8).

Aikahorisontin pidentäminen

Aloite optiolainojen liikkeellelaskuun vuosina 1994 ja 1996 tuli Metran hallitukselta. Hallituksen perimmäisenä ajatuksena optiolainojen liikkeellelaskussa oli saattaa johtajien omat edut vastaamaan osakkeenomistajien etua ja samalla varmistaa yrityksen pitkän tähtäimen arvonnousu, koska Metra strategiansa mukaisesti harjoittaa pitkän tähtäimen teollista toimintaa. Optiolainojen avulla haluttiin lisäksi painottaa sitä strategiaan kuuluvaa linjausta, että Metran osakkeenomistajien tavoitteena on Metran avulla tehdä asioita, jotka tuottavat pitkällä aikavälillä vaikka ne eivät heti näkyisikään tuloksena.

Edellämainitun perusteella voidaan sanoa, että teorian mukaisesti Metran osakkeenomistajat pyrkivät optiolainojen avulla saattamaan johtajien aikahorisontit vastaamaan paremmin omaansa ja saamaan johtajat kiinnostumaan ennenkaikkea osakkeenomistajien omistuksen arvon kehittymisestä. Tämä tulos on yhtenevä myös Miettisen (1995, 54-5) tulosten kanssa: Miettinen toteaa haastattelujensa perusteella, että suomalaiset omistajat nimenomaisesti haluavat lisätä johtajien "herkkyyttä" osakekurssin liikkeille.

Tämä pitkän aikavälin korostaminen näkyy myös lainojen ehdoissa. Vuonna 1994 laina-aika oli 4 vuotta ja merkintäaika noin 2,5 vuotta, mutta vuoden 1996 lainaa pidennettiin siten, että laina-ajaksi määrättiin 7 vuotta ja merkintäajaksi 6,7 vuotta.

Miettisen (1995, 67) mukaan suomalaisten yritysten liikkeellelaskemien optiolainojen laina-aika on keskimäärin 6,0 vuotta yhtiökokouksen päätöksestä. Metran 1994 lainalla vastaava aika on noin 4,1 vuotta ja 1996 lainalla 7,2 vuotta, joten Metran ensimmäinen optiolaina on selvästi keskimääräistä lainaa lyhyempi ja toinen laina keskimääräistä pidempi. Täten vuonna 1996 liikkeellelaskettu laina vastaa laina-ajan osalta paremmin teorian hyvälle optiolainalle asettamia vaatimuksia.

Miettisen tutkimuksen (1995, 68) mukaan suomalaisten yritysten liikkeellelaskemien optiolainojen merkintäaika alkaa keskimäärin noin 3,7 vuoden kuluttua yhtiökokouksen päätöksestä laskea liikkeelle kyseinen optiolaina. Metran vuonna 1994 liikkeellelaskemalla lainalla tämä aika on noin 1,7 vuotta ja 1996 lainalla vain noin 0,4 vuotta. Optiolainojen "liian nopean" realisoinnin välttämiseksi ja siten pitkän aikavälin kannustinvaikutuksen säilyttämiseksi olisikin ollut perusteltua siirtää merkinnän ja optiotodistusten myynnin alkua lähemmäksi lainojen erääntymistä.

Merkintäajan osalta voidaan todeta, että vuoden 1994 optiolainaa täydennettiin erillisellä lisäsopimuksella, jossa johtajien oikeuden myydä tai toteuttaa optiotodistukset alkamista siirrettiin vuodelta eteenpäin tammikuun 1996 alkuun. Tämä johtui siitä, että Metran osakkeenomistajat halusivat optiolainojen liikkeellelaskun jo tapahduttua välttää tilannetta, jossa johtajat samantien korjaisivat optiotodistusten hyödyn itselleen ja siten optiotodistukset menettäisivät kannustinvaikutuksensa. Vuoden 1996 lainassa merkintä / myyntiaika alkoi kuitenkin jo hyvin pian lainojen liikkeellelaskun jälkeen.

Suomalaisille yrityksille tyypilliseen tapaan (Miettinen 1995, 61) virallisen päätöksen optiolainojen liikkeellelaskusta tekivät Metran osakkeenomistajat varsinaisessa yhtiökokouksessa hallituksen esityksen mukaisesti, minkä seurauksena kummankin optiolainan liikkeellelasku ajoittui kevääseen.

Riskinottoon kannustaminen

Teoriasta ja Miettisen (1995, 55) haastattelutuloksista poiketen Metran osakkeenomistajien tavoitteena ei ollut optiolainojen avulla lisätä (eikä myöskään vähentää) johtajien riskinottohalukkuutta. Riskinottohalukkuutta ei saamani tiedon mukaan käsitelty lainkaan optiolainojen liikkeellelaskua valmisteltaessa.

Lisäetujen karsiminen

Optiolainojen liikkeellelaskun tavoitteena ei ollut saada johtajia vähentämään lisäetuuksien kulutusta, koska Metran osakkeenomistajat eivät pidä asiaa ongelmallisena. "Laiskottelun" vähentämiseen puolestaan pyrittiin epäsuorasti siten, että optiolainojen avulla Metran johtajia kannustettiin toimimaan yrityksen osakkeenomistajien pitkän aikavälin edun mukaisesti, minkä puolestaan voidaan olettaa lisäävän johtajan aktiivisuutta yrityksen asioiden hoidossa.

Johtajien sitominen yrityksen palvelukseen

Metran optiolainoissa sitomiselementti esiintyi vuoden 1994 lainassa, mutta siinäkin vain vähäisenä. Sitoutumista pyrittiin aikaansaamaan suuremmalla lainamäärällä ja lainaosuuden myyntioikeutta rajoittamalla, mutta tavoitteesta luovuttiin vuoden 1996 lainan liikkeellelaskuun mennessä. Syynä sitomisesta luopumiselle oli se, että Metran osakkeenomistajien näkemyksen mukaan optioiden avulla ei ole aiheellista sitoa ihmisiä yrityksen palvelukseen; optiolaina on keinotekoinen väline siihen. Muiden tekijöiden (kuten työn haasteellisuuden) tuleekin olla sellaisessa kunnossa, että ne pitävät ihmisen yrityksen palveluksessa.

Optioilla ei lisäksi ole Metran osakkeenomistajien mukaan ratkaisevaa merkitystä kenenkään johtajan taloudelle, eli sitomisvaikutusta ei saavuteta eikä haluta saavuttaa myöskään sitä kautta, että johtajalla ei olisi varaa erota Metran palveluksesta. Erityisesti viimeaikaisen kurssinousun seurauksena johtajien optioiden arvo on kuitenkin noussut huomattavasti, joten voidaan väittää, että erityisesti 2.5.1998 erääntyvällä vuonna 1994 liikkeellelasketulla optiolainalla on juuri tällä hetkellä (kesä 1997) sitomisvaikutusta: mikäli (keskimääräinen) johtaja

nyt eroaisi Metran palveluksesta menettäisi hän arviolta 250.000 markan arvoiset optiotodistukset mikäli Metra päättäisi lunastaa ne. Toisaalta, tämä on johtajan helppo välttää toteuttamalla ensin optionsa ja vasta sen jälkeen eroamalla.

Johtajien palkitseminen vs. kannustaminen

Vuoden 1996 optiolainan liikkeellelaskulla oli seuraavat erityiset tavoitteet:

- Tehdä Metran optiolainajärjestelystä jatkuva järjestelmä. Vuoden 1994 optiolainan laina-aikaa oli jäljellä vain noin kaksi vuotta, joten uuden lainan avulla haluttiin varmistaa kannustinvaikutuksen jatkuvuus.
- Vuoden 1994 optiolainan liikkeellelaskun jälkeen Metran kurssi kääntyi laskuun, minkä seurauksena monet lainat merkinneet johtajat katsoivat kannustinvaikutuksen suurimmalta osaltaan kadonneen. Tätä kannustinvaikutusta haluttiin sitten vuoden 1996 lainalla elvyttää ja "antaa johtajille uutta toivoa".
- Vuoden 1994 optiolainan jälkeen konsernin palvelukseen oli tullut uusia johtajia, jotka haluttiin saattaa pitkän aikavälin kannustinjärjestelmän piiriin.
- Kannustamisen lisäksi Metran osakkeenomistajien tavoitteena oli vuoden 1996 optiolainan avulla palkita Metran johtajia hyvin tehdystä työstä vuonna 1995, joka oli erittäin hyvä vuosi Metran historiassa. Metran osakkeenomistajat katsoivat että optiolainan avulla he pystyvät säilyttämään palkinnossa myös kannustavan elementin. Palkitsemistavoite näkyy lisäksi siinä, että vuoden 1996 optiolainan merkintähinta asetettiin vain noin 6% osakkeen yhtiökokouspäivän pörssikurssin yläpuolelle, kun taas vuoden 1994 lainassa em. %-luku oli 25.

Näistä neljästä tekijästä kolme ensimmäistä ovat tavallisia syitä uusien optiolainojen liikkeellelaskulle: järjestelmän jatkuvuus ja johtajien kannustinvaikutuksen säilyminen (sekä uusien johtajien kohdalla sen luominen) pörssikurssin muututtua halutaan varmistaa. Viimeinen tekijä, eli palkitseminen on kuitenkin teorian valossa kiistanalaisempi kysymys.

On syytä jo tässä vaiheessa todeta, että johtajien palkitseminen hyvin tehdystä työstä on tavallista ja jopa erittäin suositeltavaa, mikäli yritys haluaa pitää hyvät johtajat palveluksessaan ja antaa nuoremmille johtajille tavoitteita joihin pyrkiä. Kokonaan eri asia on kuitenkin se, tuleeko tämä palkitseminen suorittaa

kannustinmenetelmän eli optiolainan avulla. Riskinä on nimittäin silloin se, että palkitsemistavoitteen saavuttamiseksi optiolainaa muokataan siten, että osa sen kannustavuudesta katoaa tai optiolaina lasketaan liikkeelle ei-optimaalisena ajankohtana. Metrassa tämä tulee esiin siinä, että vuoden 1996 optiolainan merkintähinta asetettiin alemmaksi kuin mikä se olisi ollut ilman palkitsemistavoitetta. Tämän seurauksena mahdollisen (ja toteutuneen) kurssinousun myötä optiolainan kannustinvaikutus katoaa nopeammin ja riskinä on tällöin se, että johtajat alkavat varmistella optio-omistuksensa arvoa välttelemällä riskialttiita projekteja.

Ratkaisuna em. ongelmaan on se, että palkitseminen ja kannustaminen erotetaan toisistaan. Metrassa tämän olisi voinut suorittaa esim. siten, että palkinto vuodesta 1995 olisi annettu rahasuorituksena ja optiolaina olisi pidetty kokonaan irrallaan tästä palkitsemisesta. On lisäksi syytä huomata, että optiolainan liikkeellelasku vuonna 1996 olisi ollut hyvin perusteltu toimenpide ilman palkitsemistakin.

Miettisen (1995, 67) mukaan suomalaisten yritykset asettavat optiolainojen merkintähinnat keskimäärin 5,1% yli osakkeen pörssikurssin yhtiökokouspäivänä. Teorian mukaan merkintähinnan kuitenkin tulisi olla selvästi pörssikurssia ylempi kannustinvaikutuksen maksimoimiseksi. Metran 1994 lainassa em. luku oli 25%, joten lainan merkintähinnan voidaan katsoa olevan linjassa teorian vaatimusten kanssa. Vuoden 1996 luku 6% on kaukana teorian vaatimuksista, mutta on kyllä linjassa muiden suomalaisten yritysten kanssa. Tämä viitanee siihen suuntaan, että muissakin suomalaisissa yrityksissä optiolainoja käytetään kannustamisen lisäksi myös palkitsemiseen.

Sijoittajien houkuttelevuus

Miettinen on tutkimuksessaan (1995, 54) tehnyt haastattelujen perusteella sen johtopäätöksen, että ulkomaalaisten sijoittajien ja sijoitusanalyttikoiden lisääntynyt kiinnostus suomalaisia yrityksiä kohtaan viime vuosien aikana on johtanut siihen, että suomalaiset yritykset yhä useammin kehittävät kannustinjärjestelmiään ja erityisesti optiolainajärjestelyjään houkutellakseen ulkomaalaisia sijoittajia

sijoittamaan yritykseen. Metran tapauksessa sijoittajien houkuttelevuus ei kuitenkaan ollut vaikuttava tekijä kun optiolainojen liikkeellelaskua valmisteltiin.

Optiolainojen imagovaikutuksesta voidaan kuitenkin mainita sen verran, että imagovaikutus Metralle on ollut "suuren yleisön" parissa negatiivinen, koska optiolainat ovat saaneet tiedotusvälineissä runsaasti negatiivista julkisuutta osakseen ja Metra on lisäksi mainittu erikseen joissakin asiaa käsittelevissä uutisissa.

Veroedut

Metran osakkeenomistajien tavoitteena optiolainoja liikkeellelaskiessa ei ollut palkan maksaminen toisessa (verotuksellisesti edullisemmassa) muodossa. Veroedut vaikuttivat kuitenkin siihen, että vuonna 1994 pitkän aikavälin kannustinjärjestelmää kehitettäessä päädyttiin nimenomaan optiolainoihin. Ratkaiseva tämä veroetu ei kuitenkaan ollut, sillä vuonna 1996 verotuksen muututtua laskettiin liikkeelle uusi optiolaina eikä vanhan lainan ehtoihin tehty muutoksia. Tämä tulos on yhtenevä myös Miettisen (1995, 50-1) tulosten kanssa; Miettisen mukaan verotuskeinot lisäsivät oleellisesti optiolainojen suosiota Suomessa, mutta verotusmuutoksesta huolimatta niiden liikkeellelaskua ei kuitenkaan lopetettu. Verojen huomioiminen kannustinjärjestelmää kehitettäessä on myös linjassa sen teoreettisen perusidean kanssa, että kahdesta muuten samanlaisesta vaihtoehtoista kannustinmenetelmästä tulee valita se, joka on verotuksellisesti edullisempi.

Optiolainojen edullisuus

Verotusta tärkeämpi tekijä kannustinmenetelmää valittaessa oli se, että optiolainat ovat Metran osakkeenomistajien mielestä edullinen tapa palkita johtoa. Tätä teorian vastaista käsitystä voitaneen selittää sillä, että osakkeenomistajien mielestä on edullisempaa kun johtajat voivat realisoida osakkeiden arvonnousun markkinoilta eikä sitä tarvitse siten maksaa yrityksen kassavaroista (Miettinen 1995, 55). Mahdollisia muita perusteita käsitykselle voisivat olla diluutiovaikutuksen aliarvioiminen tai kokonaan huomiotta jättäminen,

kulukirjausten ylenpalttinen välttäminen tai se, että osakkeenomistajat mielellään maksavat suuretkin palkkiot mikäli vain osakekurssi on noussut. Teoria ei kuitenkaan tue mitään näistä käsityksistä.

Diluutiovaikutus oli vuoden 1994 optiolainalla 157.500 osaketta, eli 0,58% osakkeiden kokonaismäärästä. Vuoden 1996 lainalla vastaavat luvut olivat 108.000 ja 0,40%. Miettisen (1995, 67) laskelmien mukaan Suomessa keskimääräinen optiolainojen aikaansaama diluutio on 1,8%, mikä on selvästi Metran optiolainojen diluutioita enemmän. Diluution pienuus ei kuitenkaan teorian mukaan saa olla syynä sen huomiotta jättämiselle.

5.3.3 Muut optiolainojen ehdot

Edellä optiolainojen tavoitteiden yhteydessä olen käsitellyt optiolainojen ehtoja sikäli kun ne liittyvät kuhunkin tavoitteeseen. Muita huomionarvoisia lainaehtoja ovat seuraavat:

- Vuoden 1996 lainamäärä on vain 180.000 markkaa, eli 7,2% vuoden 1994 lainamäärästä 2.500.000 markkaa. Tähän on syynä se suomalaisen lainsäädännön helmi, että optiolainan lainaosuuden määrälle ei ole asetettu mitään alarajaa suhteessa liikkeellelaskettavien optioiden määrään. Vuoden 1994 laina oikeuttaakin kokonaisuudessaan 157.500 osakkeen merkintään (keskimäärin 3.580 per merkitsijä) ja vuoden 1996 laina 108.000 osakkeen merkintään (3.180 per merkitsijä). Erot ovat siis huomattavasti lainamäärien eroa pienemmät. Vuoden 1994 lainaosuuden suuruudella oli lisäksi se negatiivinen vaikutus, että yksi johtaja ei lainkaan merkinnyt lainaa koska hänellä ei ollut tarvittavia varoja eikä hän halunnut ottaa lainaa merkinnän rahoittamiseksi. Vuoden 1996 optiolainaa puolestaan merkitsivät kaikki, joille lainaa tarjottiin.

- Emissiokurssi on kummassakin lainassa yksinkertaisuuden vuoksi 100%.

- Vuoden 1994 lainalle maksetaan korkoa, joka on 12 kuukauden Helibor-korko ./ 1 %-yksikkö. Vuonna 1996 koroksi on määrätty Suomen Pankin peruskorko ./ 1 %-yksikkö. Erityisesti vuonna 1994 korko asetettiin alle käyvän koron riskielementin aikaansaamiseksi, vuonna 1996 tällä ei (eikä korolla muutenkaan) enää ollut juurikaan merkitystä lainamäärän pienuuden vuoksi. Riskielementin

mukaanottamisessa oli ideana se, että johtajilla on jotakin menetettävää mikäli osakekurssi ei nouse.

- Vuoden 1994 optiolainaa merkitsi 43 johtajaa, mutta vuoden 1996 lainaa vain 34 johtajaa. Syynä tähän on se, että lainojen välillä Abloy Security fuusioitiin Assa-Abloyksi ja siten Abloy Securityn johtajat poistuivat konsernin palveluksesta. Lisäksi lainojen välillä tapahtui joitakin yksittäisiä muutoksia johtajistossa.

5.3.4 Optiolainojen arvot

Esitän seuraavassa Metran 1994 ja 1996 liikkeellelaskemien optiolainojen teoreettiset arvot, jotka olen laskenut kappaleessa 3 esittämäni kaavojen avulla.

Parametrien arvojen määrittäminen

Olen määrittänyt optiotodistusten hinnoittelussa tarvittavien parametrien arvot seuraavasti:

- Option toteutushinta X on lainaehtojen mukainen osakkeen merkintähinta.
- Voimassaoloaika T on aika yhtiökokouksesta viimeiseen toteutuspäivään. Toinen mahdollisuus voimassaoloajalle olisi ollut lainan virallinen voimassaoloaika. Olen kuitenkin päätenyt ensimmäiseen vaihtoehtoon, koska tosiasiallisesti lainan vaikutus alkaa sillä hetkellä kun sen liikkeellelaskusta ja ehdoista on päätetty, eikä vasta silloin kun laina virallisesti siirtyy omistajien nimiin. Ääritapauksena voitaisiin mainita tilanne, jossa laina siirtyy johtajien nimiin vasta optioiden toteutuspäivänä, jolloin voimassaoloaika olisi alle yksi päivä. Koska johtajat ovat kuitenkin tietäneet lainan olemassaolosta jo monen vuoden ajan, antaisi virallisen voimassaoloajan käyttö optiolainan arvonmäärittämisessä täysin väärän kuvan lainan arvosta.
- Osakkeen hinta S on osakkeen hinta yhtiökokouspäivänä, eli päivänä jolloin virallinen päätös lainan liikkeellelaskusta tehtiin.
- Riskitön korko r on lainaa maturiteetiltaan lähimpänä olevan Suomen Valtion liikkeellelaskeman sarjaobligation tuotto yhtiökokouspäivänä.
- Volatiliteetti σ on osakkeen päivittäisten logaritmistien tuottojen keskihajonta laskettuna ajalta -250,0 nollan ollessa yhtiökokouspäivä ja muutettuna vuosittaiseksi. Volatiliteetti on laskettu kappaleessa 3 esittämieni kaavojen avulla.

Volatiliteetin muutoksessa vuosittaiseksi olen käyttänyt kaupankäyntipäivien lukumääränä 250, mikä on yleisesti optioiden hinnoittelussa käytetty lukumäärä.

- Osinkotuotto k on Metran edelliseltä vuodelta maksama osinko jaettuna em. osakkeen hinnalla S .

- Laimennuskerroin q on optioiden kattamien uusien osakkeiden lukumäärä jaettuna olemassaolevien osakkeiden lukumäärällä yhtiökokouspäivänä.

Optiolainan lainaosan arvon määrittämisessä olen käyttänyt voimassaoloaikana lainan virallista voimassaoloaikaa, koska tämä on se aika jonka raha tuottaa korkoa Metralle. Vuoden 1994 optiolainassa lainaosalle maksettava korko oli 12 kuukauden Helibor-korko vähennettynä yhdellä %-yksiköllä. Käyväksi koroksi olen arvioinut em. 12 kuukauden Helibor-koron lisättynä kahdella %-yksiköllä koron määrittämissäpäivän ollessa kaksi päivää ennen lainan virallista liikkeellelaskua ja koron ollessa sen vaihtuvuudesta huolimatta saman koko laina-ajan. Olen käyttänyt samoja määrittämisperusteita myös 1996 lainan yhteydessä. Arvio on vain suuntaantava, mutta riittävän tarkka työni tavoitteet huomioiden.

Vuoden 1994 optiolainan arvo

Vuoden 1994 optiolainan arvonmäärittämisessä tarvittavien parametrien arvot ovat seuraavat:

- Osakkeen hinta S 196 mk.
- Option toteutushinta X 245,60 mk
- Riskitön korko r 7,2%
- Option voimassaoloaika T 4,0833 vuotta
- Osinkotuotto k 1,429%
- Osakkeen volatiliteetti σ 35,83%
- Optiolainan laimennusvaikutus q 0,58%
- Lainan voimassaoloaika 4 vuotta
- Lainakorko $5,93+2,00 = 7,93\%$ (12kk Helibor + 2%-yksikköä).

Edellämainituilla parametreilla optiotodistusosan arvoksi saadaan 8.191.102 markkaa, mikä on 52,01 markkaa per yhteen osakkeeseen oikeuttava optiotodistus.

Tällöin lainaa merkinneet 43 johtajaa saivat siis keskimäärin kukin noin 190.500 markan arvoiset optiotodistukset.

Näistä optiotodistuksista johtajat joutuivat maksamaan yhteensä 248.797 markkaa (kts. laskutapa kappaleessa 3.6.2) "liian alhaisen" koron muodossa, jolloin lainan nettoarvoksi saadaan 7.942.305 markkaa, mikä on noin 184.700 markkaa per lainaa merkinnyt johtaja. Yhteen osakkeeseen oikeuttavaa optiotodistusta kohden tämä kustannus on 1,58 mk, jolloin yhden option teoreettiseksi nettoarvoksi saadaan 50,43 markkaa.

Todettakoon, että omassa tutkimuksessaan Miettinen (1995, 68) sai Metran 1994 optiolainan optiotodistusosan teoreettiseksi arvoksi 8,7 mmk. Ero omaan tulokseeni johtuu luultavimmin parametrien arvojen määrittelystä.

Miettisen (1995, 68) laskelmien mukaan suomalaisen yhtiön liikkeellelaskeman optiolainan optiotodistusosan arvo on keskimäärin 16,8 mmk, mikä on noin 0,44% keskimääräisen optiolainaa liikkeellelaskeneen yhtiön markkina-arvosta. Metran 1994 optiolainan kohdalla vastaavat luvut ovat 8,2 mmk ja 0,15%, joten 1994 laina jää selvästi alle keskimääräisen optiolainan sekä absoluuttiselta että suhteelliselta arvoltaan.

Vuoden 1994 optiolainan deltaxi (option arvon muutos kun osakkeen hinta muuttuu yhden markan) saadaan kappaleessa 3 esitetyllä kaavalla 0,64 ja option arvon prosentuaaliseksi muutokseksi kun osakkeen arvo muuttuu prosentin 2,4%. Miettisellä (1995, 71) vastaavat luvut ovat 0,71 ja 1,8%, joten 1994 optiolaina tarjoaa keskimääräistä lainaa enemmän vipuvaikutusta.

Vuoden 1996 optiolainan arvo

Vuoden 1996 optiolainan arvonmäärityksessä tarvittavien parametrien arvot ovat seuraavat:

- Osakkeen hinta S 191 mk
- Option toteutushinta X 202,40 mk
- Riskitön korko r 7,5%

- Option voimassaoloaika T 7,1 vuotta
- Osinkotuotto k 2,88%
- Osakkeen volatiliteetti σ 21,05%
- Optiolainan laimennusvaikutus q 0,40%
- Lainan voimassaoloaika 7 vuotta
- Lainakorko $4,12 + 2,00 = 6,12\%$ (12kk Helibor + 2 %-yksikköä)

Yllämainituilla parametreilla saadaan optiotodistusosan arvoksi 5.497.958 markkaa eli 50,91 markkaa per yhteen osakkeeseen oikeuttava optio. Saatu arvo on hyvin lähellä vuoden 1994 optiolainan yhden optiotodistuksen 52,01 markan arvoa. Vuoden 1996 lainaa merkitsi vain 34 johtajaa, joten per johtaja lainan optio-osan arvo on noin 161.700 markkaa.

Markkinakorkoa alhaisemman lainakoron takia johtajat joutuivat maksamaan optioista yhteensä 153.785 markkaa, joten koko optiolainan nettoarvo on 5.344.173 mk eli keskimäärin noin 157.200 markkaa per lainaa merkinnyt johtaja. Kustannus per yhteen osakkeeseen oikeuttava optio on 1,42 markkaa, joten yhden option teoreettiseksi nettoarvoksi saadaan 49,49 markkaa.

Tämäkin laina on 5,3 mmk optiotodistusarvollaan 1994 lainan tavoin selvästi alle keskimääräisen 16,8 mmk:n optiolainan. Optiotodistusten arvo on vain 0,10% Metran markkina-arvosta yhtiökokouspäivänä, kun 1994 lainalla vastaava luku oli 0,15% ja keskimääräisellä lainalla 0,44%.

1996 optiolainan deltaksi saadaan 0,62, kun 1994 lainan delta oli 0,64 ja keskimääräinen delta 0,71. Option arvo muuttuu 2,3% kun osakkeen arvo muuttuu prosentilla, mikä on suunnilleen saman verran kuin 1994 lainan 2,4% ja selvästi yli keskiarvon 1,8%.

Seuraavassa taulukossa ovat yhteenvedon omaisesti edelläkäsittellyt tulokset.

Taulukko 2. Metra Oy Ab:n optiolainojen arvot

	1994	1996
Optiotodistuksen kokonaisarvo	8.191.102 mk	5.497.958 mk
- per warrantti	52,01 mk	50,91 mk
- per lainaa merkinnyt johtaja	190.491 mk	161.705 mk
Lainaosan kokonaisarvo	248.797 mk	153.785 mk
- per warrantti	1,58 mk	1,42 mk
- per lainaa merkinnyt johtaja	5.786 mk	4.523 mk
Optiolainan kokonaisarvo	7.942.305 mk	5.344.173 mk
- per warrantti	50,43 mk	49,49 mk
- per johtaja	184.704 mk	157.182 mk
Optiotodistusten arvo % Metran markkina-arvosta	0,15%	0,10%
Optio-osan delta	0,64	0,62
%-muutos	2,4%	2,3%

6 METRAN JOHTAJIEN KOKEMUKSET OPTIOLAINOISTA OSANA KANNUSTINJÄRJESTELMÄÄ

Tutkimukseni empiirisen osan toteutuksessa lähetin kyselylomakkeet kaikille 48:lle jompaa kumpaa tai kumpaakin Metran liikkeellelaskemaa optiolainaa merkinneille konsernijohtoon ja divisioonien johtoon kuuluville henkilöille. Näistä 48:sta johtajasta 25 palautti lomakkeen täytettynä, joten vastausprosentiksi muodostui 52%, mitä voidaan pitää erittäin hyvänä lukuna mikäli kyseessä olisi normaali postitse suoritettava kyselytutkimus. Kääntäen voidaan kuitenkin todeta, että 23 johtajaa ei palauttanut lomaketta, mitä pidän varsin suurena lukuna kun otetaan huomioon, että tutkimus suoritettiin osittain konsernin ”sisäisenä” tutkimuksena.

Vastausprosentin suuruus mahdollistaa johtopäätösten teon vastausten perusteella, mutta vastauksien analysointi taustamuuttujia vastaan ei näin pienellä absoluuttisella vastausten määrällä tuottaisi riittävän luotettavia tuloksia. On lisäksi syytä huomata, että useat taustamuuttujat korreloivat voimakkaasti keskenään (esim. kaikki ulkomailla verotettavat vastaajat työskentelevät divisioonatasolla), joten todellisten syy-seuraussuhteiden löytäminen olisi mahdotonta.

Kysely lähetettiin yhdeksälle konsernijohtoon kuuluvalla (tai kuuluneella) henkilöille, joista kahdeksan vastasi tutkimukseen. Vastaamattajättäminen oli siten oleellisesti yleisempää divisioonatasolla, jossa vastausprosentti oli vain 44 (17/39). Tämän tuloksen valossa voidaan todeta, että vastauksissa ovat yliedustettuina konsernijohtoon kuulujien mielipiteet.

6.1 Taustamuuttujat

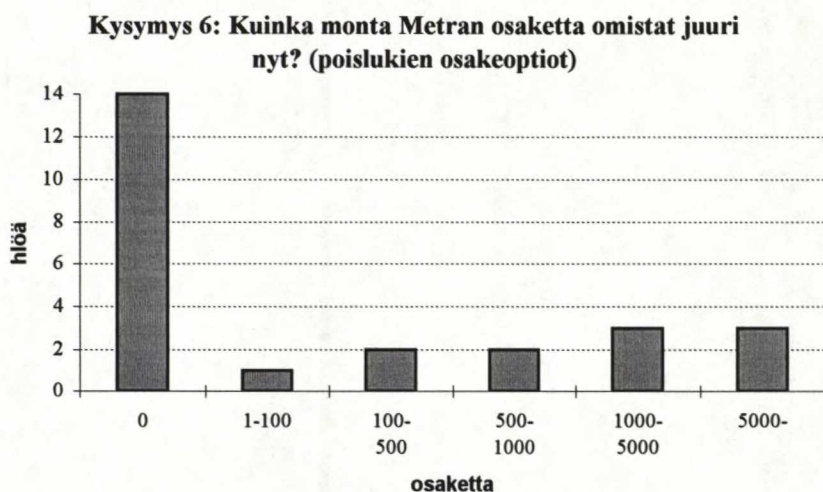
Vastanneista 72% (18 hlöä) oli työskennellyt Metrassa kauemmin kuin 15 vuotta, mitä voidaan pitää odotettuna tuloksena sillä kysely kohdistettiin nimenomaan konsernin ja yksiköiden ylimpään johtoon kuuluville henkilöille. Kaksi vastaajaa oli työskennellyt 10-15 vuotta, neljä 5-10 vuotta ja vain yksi alle viisi vuotta. On lisäksi syytä huomata, että seisemästä alle 15 vuotta työskennelleestä kuuden tuloa ei verotettu Suomessa eli he olivat joko ulkomaan kansalaisia tai suomalaisia

konsernin ulkomaisten tytäryhtiöiden palveluksessa. Kaikista vastanneista kymmenen tuloa ei verotettu Suomessa ja vastaavasti 15 tuloa verotettiin Suomen verolakien mukaisesti.

Myös 72% vastanneista (18 hlöä) oli parhaillaan konsernin palveluksessa ja kääntäen 7 henkilöä oli jonkin muun yrityksen palveluksessa. Tämä johtuu lähinnä edellisessä kappaleessa mainitusta Assa-Abloy -fuusiosta, mikä tapahtui v. 1994 optiolainan liikkeellelaskun jälkeen. Vastanneista kaksi kolmasosaa (16 hlöä) työskenteli divisioonien johtotehtävissä ja yksi kolmasosa (8 hlöä) konsernijohdossa. Yksi vastanneista ei vastannut kysymykseen, mikä johtunee siitä, että hän työskentelee konsernin ulkopuolella.

Edellisiin kysymyksiin liittyen 76% (19 hlöä) oli merkinnyt kumpaakin konsernin liikkeellelaskemaa lainaa. Yksi vastaaja oli merkinnyt vain vuonna 1996 liikkeellelaskettua lainaa ja 5 vastaajaa vain vuonna 1994 liikkeellelaskettua lainaa.

Oheisessa kuviossa on vastausten hajonta tutkimuksen kannalta mielenkiintoisimpaan taustakysymykseen eli siihen, montako Metran osaketta johtaja omisti vastaushetkellä.



Vastauksista havaisemme, että 56% vastanneista (14 hlöä) ei omistanut lainkaan Metran osakkeita ja muiden omistus oli hajaantunut varsin tasaisesti muille

vastausvaihtoehdoille. Osittain ei-omistajien suurta määrää voidaan selittää sillä, että seitsemästä ulkomaiden verotuksen alla olevasta johtajasta kuusi ei omistanut lainkaan Metran osakkeita, mikä ainakin osittain johtuneee osakeomistuksen hallinnoinnin vaikeudesta (arvo-osuustilit jne.). Suomen verotuksen alla olevista 18 johtajasta kahdeksan eli 44% ei omista lainkaan Metran osakkeita.

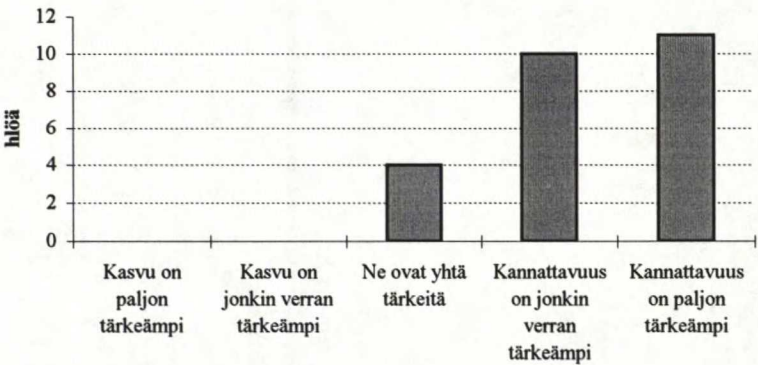
Konsernitason johtajista puolestaan vain kaksi eli 25% ei omista lainkaan Metran osakkeita, kun taas seitsemästä suomalaisesta divisioonatason johtajasta vain yksi *omistaa* Metran osakkeita. Tämä suoran omistuksen vähyys on kannustinvaikutusten valossa erittäin huolestuttava tekijä.

Yhteenvedona osakeomistuksesta voidaan todeta, että yhdellä kolmasosalla vastaajista osakeomistus muodostaa ainakin jonkinlaisen kannustimen työnteolle (8 henkilöllä yli 500 osaketta). Kahdella kolmasosalla puolestaan optiolainajärjestely on ainoa merkittävä kannustinväline, jonka avulla heitä suoraan palkitaan osakkeenomistajien varallisuuden kasvattamisesta. Kannustinjärjestelmän kehittämisen kannalta olisikin oleellista saada divisioonatason johtajia kiinnostumaan nykyistä enemmän suorasta osakeomistuksesta.

6.2 Yleiskysymykset

Pyydettyäessä johtajia vertaamaan kasvua ja kannattavuutta Metran toiminnan tavoitteina toisiinsa saatiin vastauksille seuraava hajonta:

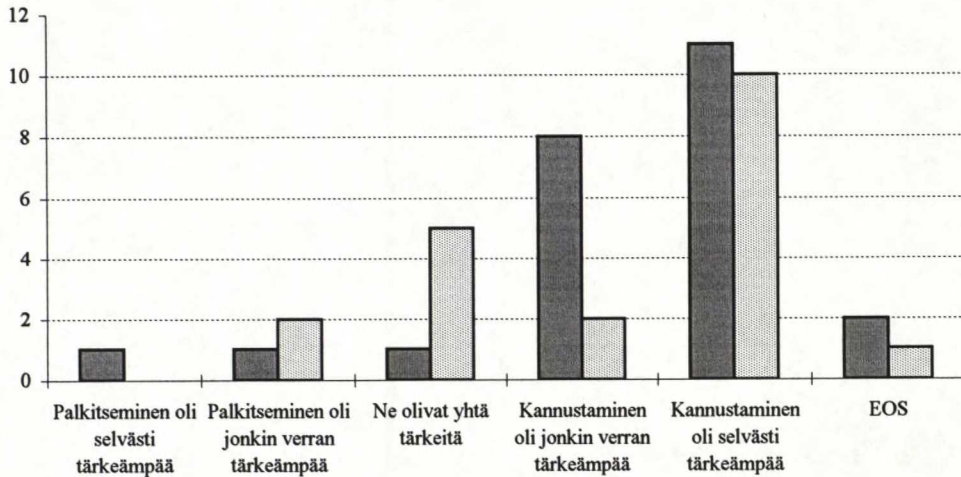
Kysymys 7: Verratessasi kasvua ja kannattavuutta Metran toimintojen tavoitteena, oletko sitä mieltä että:



Metran osakkeenomistajien näkökulmasta saatu tulos on erittäin hyvä. Tulos on myös linjassa sen kanssa, että Metran strategiassa on viime vuosina alettu painottaa yhä enemmän kannattavuutta kasvun rinnalla. Kokonaan eri kysymys on kuitenkin se, toimivatko johtajat todellisuudessa päätöksiä tehdessään siten, että päätösten kannattavuusvaikutus kulkee aina kasvuvaikutusten edellä. Vapaissa kommentteissa todettiin lisäksi kahteen otteeseen, että kannattavuus riippuu myös kasvusta, eli että nämä kaksi asiaa eivät ole mitenkään toisensa poissulkevia.

Kysymyksissä 8a ja 8b johtajilta kysyttiin sitä, kumpi syy heidän mielestään oli tärkeämpi vaikutin Metran osakkeenomistajien päätökselle laskea liikkeelle optiolaina vuonna 1994 (kysymys 8a) ja vuonna 1996 (kysymys 8b): palkita aikaisemmasta suorituksesta vai antaa kannustimet työskennellä kovemmin tulevaisuudessa. Oheisessa kuviossa ovat saadut tulokset.

Kysymys 8a (vasen pylväs) ja 8b (oikea pylväs)



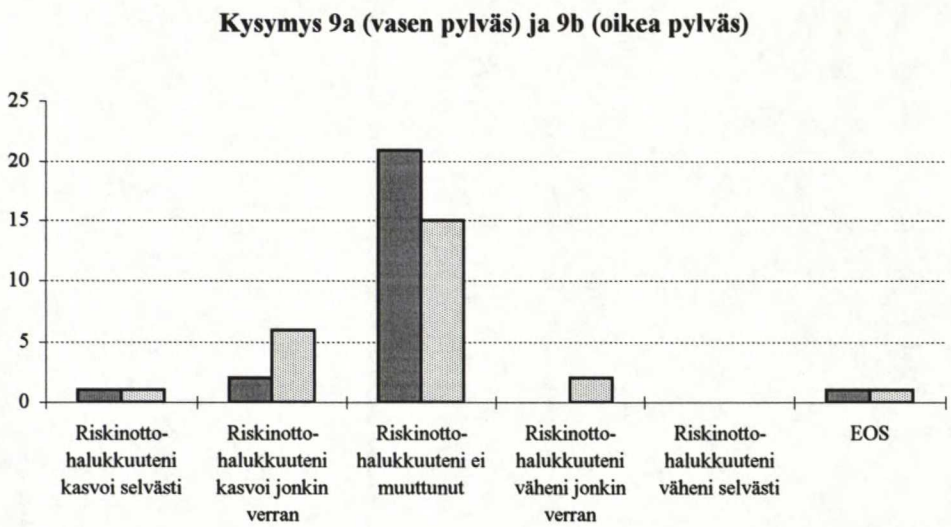
Vastaukset ovat linjassa ennakko-odotusteni kanssa, sillä vuoden 1996 optiolainan liikkeellelaskulle oli kannustaminen lisäksi syynä myös palkitseminen vuoden 1995 hyvästä tuloksesta. Tämä näkyy vastauksissa siinä, että vuoden 1996 optiolainan kohdalla (oikeat pylväät) palkitsemisella on selvästi enemmän merkitystä kuin vuoden 1994 optiolainan kohdalla (vasemmat pylväät). Vastaukset ovat myös linjassa teorian suhteen, sillä kummankin optiolainan kohdalla kannustamisen merkitys on selvästi palkitsemisen merkitystä suurempi.

Vapaissa kommenteissa korostettiin lisäksi sitä, että vuoden 1994 optiolainan tapauksessa osakkeiden merkintähinta oli selvästi sen hetkistä pörssikurssia korkeampi, joten palkitsemiselementti oli vastaajien mielestä olematon. Lisäksi 1994 optiolainan liikkeellelasku oli yhteydessä silloin toteutettuun strategian muutokseen, jossa painopistettä siirrettiin kohti kannattavaa kasvua ja tavoitteiden saavuttamista.

6.3 Kysymykset optiolainojen vaikutuksista

6.3.1 Riskinottohalukkuuden muuttuminen

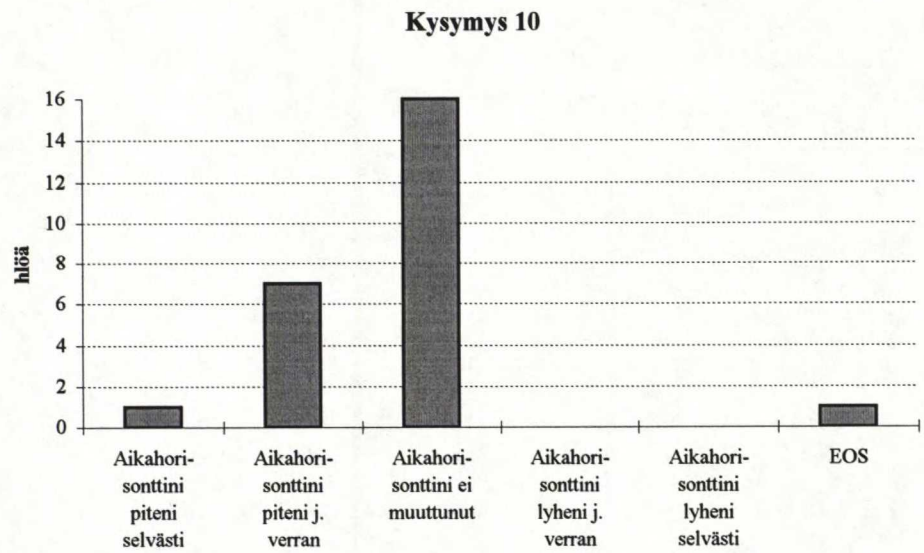
Kysyttäessä sitä, miten johtajien suhde riskinottoon muuttui optiolainojen merkinnän jälkeen (kysymys 9a) ja sen jälkeen, kun osakekurssin muutos optiolainana merkinnän jälkeen oli johtajien kannalta suotuisa (kysymys 9b), saatiin seuraavanlaiset vastaukset:



Mitään merkittävää muutosta johtajien riskinottohalukkuudessa ei siis tapahtunut. Osakekurssin nousun jälkeen riskinottohalukkuuden varianssi kuitenkin kasvoi, sillä kurssinousun seurauksena osa halusi vähentää riskinottoa ja osa puolestaan lisätä sitä. Sekä kysymyksissä 9a ja 9b on lisäksi huomattava, että kummassakin jakauma on vinoutunut riskinottohalukkuuden kasvun puolelle, mikä on myös linjassa teorian vaatimusten kanssa.

6.3.2 Aikahorisontin muuttuminen

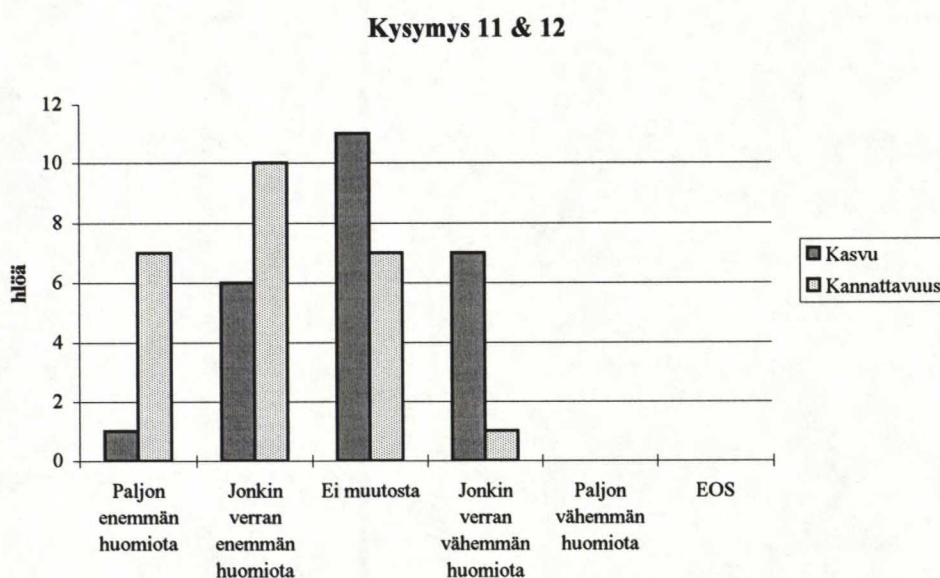
Kysyttäessä johtajilta sitä, miten heidän aikahorisonttinsa muuttui optiolainojen merkinnän jälkeen (kysymys 10), ovat saadut vastaukset hyvin linjassa teorian vaatimusten ja Metran osakkeenomistajien omien odotusten kanssa:



Kaikilla vastaajilla aikahorisontti siis pysyi muuttumattomana tai piteni ja kääntäen, yhdelläkään se ei lyhentynyt optiolainojen merkinnän seurauksena.

6.3.3 Kasvun ja kannattavuuden painotuksen muuttuminen

Kysymyksissä 11 ja 12 johtajilta kysyttiin, kuinka heidän suhtautumisensa kasvuun (kysymys 11) ja kannattavuuteen (kysymys 12) on muuttunut optiolainojen merkitsemisen seurauksena. Oheisesta kuviosta havaitsemme, että saadut tulokset ovat hyvin linjassa ennakko-odotusten kanssa.

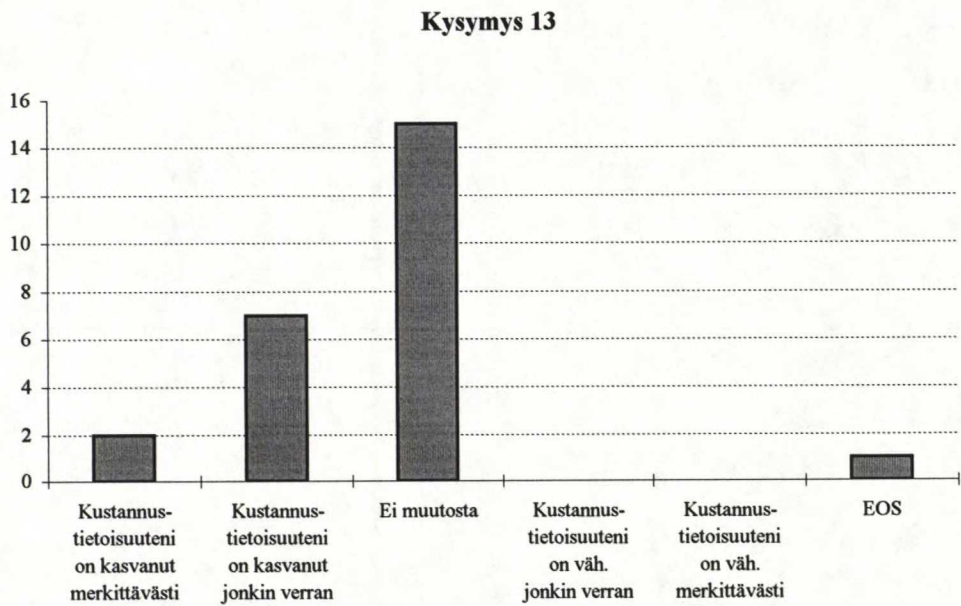


Kasvun (vasen pylväs) painotus on pysynyt keskimäärin ennallaan, mutta kannattavuuden (oikea pylväs) painotus on noussut voimakkaasti. Tämän suhtautumismuutoksen aikaansaaminen oli eräs Metran osakkeenomistajien tärkeimmistä tavoitteista optiolainojen liikkeellelaskussa, joten voimme sanoa, että tavoite on kohtuullisen hyvin saavutettu. Tämä muutos on myös yhdenmukainen teorian vaatimusten kanssa.

On kuitenkin mielenkiintoista huomata, että kasvun kohdalla suhtautumismuutos on kuitenkin kaksijakoinen: osalla kasvun painotus on vähentynyt, mutta yhtä suurella joukolla sen painotus on kasvanut. Tämä johtunee siitä em. seikasta, että johtajat eivät näe kasvua ja kannattavuutta mitenkään toisensa poissulkevinä asioina, vaan että heidän mielestään kasvu on välttämätöntä kannattavuuden aikaansaamiseksi erityisesti pitkällä tähtäimellä.

6.3.4 Kustannustietoisuuden muutos

Kysymyksessä 13 johtajilta kysyttiin kuinka heidän kustannustietoisuutensa on muuttunut optiolainojen merkitsemisen seurauksena. Seuraavalla sivulla olevassa kuviossa ovat saadut vastaukset:

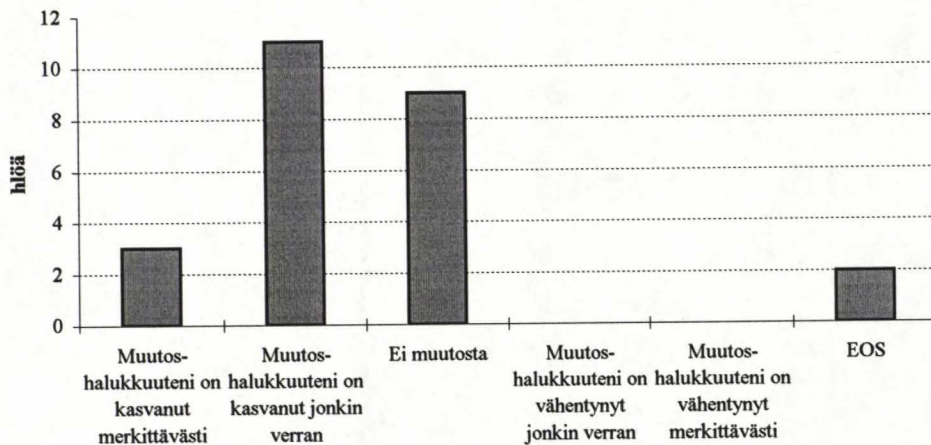


Vastaukset ovat ennakko-odotusten mukaiset, eli kustannustietoisuus on kasvanut jonkin verran optiolainojen seurauksena ja yhdenkään vastaajan kustannustietoisuus ei ole vähentynyt. “Ei muutosta” -vastanneiden suuri määrä kertonee siitä, että kustannukset ja ennen kaikkea vähennettävissä olevat kustannukset eivät ole merkittävä tekijä johtajien suorituksen onnistumisen ja osakkeenomistajien varallisuuden kasvun kannalta.

6.3.5 Suhtautuminen muutokseen

Kustannustietoisuuteen verrattuna paljon suurempi muutos on tapahtunut johtajien suhtautumisessa muutokseen ja uusiutumiseen, mitä kysyttiin kysymyksellä 14.

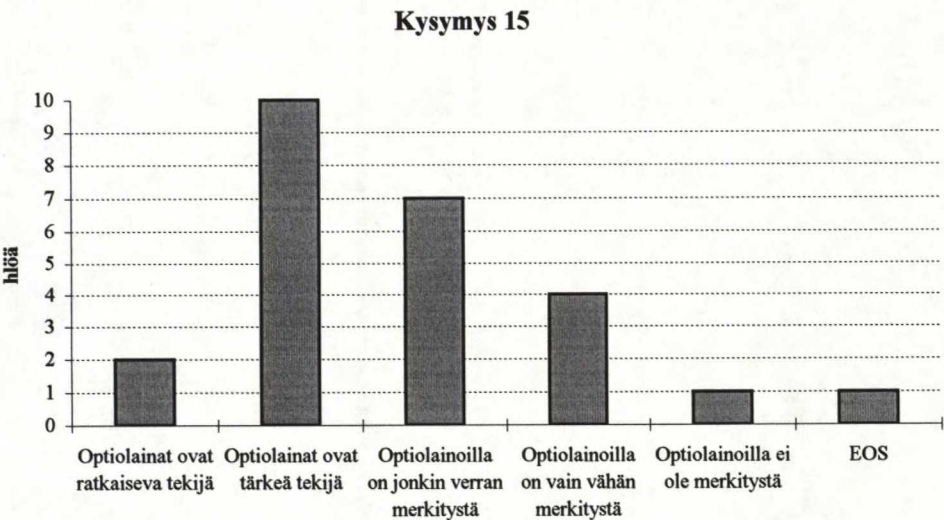
Kysymys 14



Kuten tuloksista huomaamme, suurimmalla osalla johtajista muutoshalukkuus on kasvanut jonkin verran tai merkittävästi ja kenelläkään se ei ole vähentynyt. Tulokset ovat linjassa sekä Metran osakkeenomistajien että teorian vaatimusten kanssa: optiolainojen avulla Metran johtajat on saatu miettimään sitä, miten yrityksen toimintaa voisi kehittää ja muuttaa siten, että osakkeenomistajien varallisuus maksimoituisi.

6.3.6 Optiolainojen merkitsevyys johtajien työmarkkinoilla

Kysymyksen 15 tavoitteena oli selvittää sitä, miten merkittävä tekijä optiolainat ovat kun Metran (palkka)johtajat vertaavat Metraa muihin mahdollisiin työnantajiin. Saadut tulokset ovat seuraavalla sivulla olevassa kuviossa.

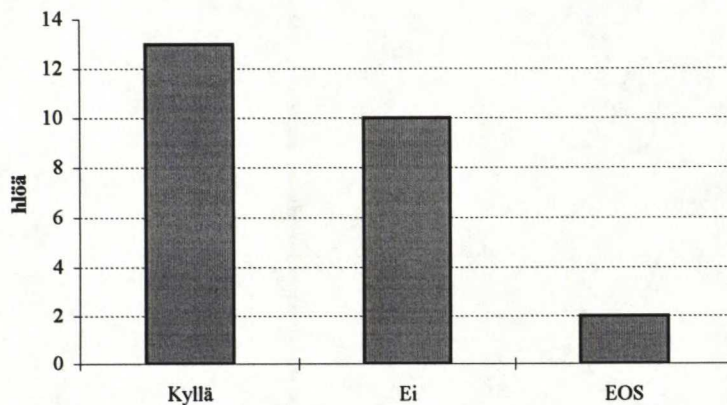


Tulosten tulkinta on harvinaisen yksiselitteinen: mikäli Metra haluaa saada palvelukseensa parhaat johtajaresurssit, on sen välttämätöntä ylläpitää ja kehittää optiolainajärjestelmäänsä. Asian merkitys korostuu vielä entisestään, jos oletamme että johtajien työmarkkinoilla olevilla yrityksillä on vain vähäisiä keskinäisiä eroja, jotka vaikuttavat johtajien käsityksiin yrityksistä työnantajina. Tällöin raha ratkaisee.

6.3.7 Omistajuushenkisyyden luominen

Metran osakkeenomistajien eräänä tärkeänä tavoitteena oli optiolainojen liikkeellelaskulla luoda “omistajuushenkisyyttä” Metran palkkajohtajien keskuuteen eli saada heidät kiinnostumaan yrityksen menestymisestä ennen kaikkea osakkeenomistajan näkökulmasta. Kuten seuraavalla sivulla olevasta kuviosta huomamme, Metran osakkeenomistajat ovat onnistuneet tavoitteessaan kohtuullisen hyvin, sillä selvästi yli puolet johtajista ilmoittavat että optiolainat ovat luoneet heihin em. “omistajahenkisyyttä”.

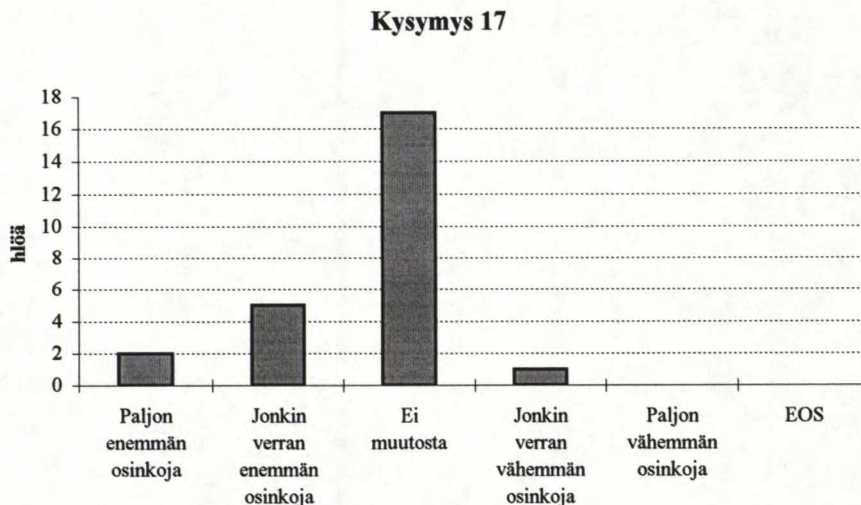
Kysymys 16



Mielenkiintoisempi kysymys on kuitenkin se, miksi 10 johtajaa 25:stä ilmoittaa, että optiolainat eivät ole luoneet heihin omistajahenkisyyttä. Vapaiden kommenttien ja taustamuuttujien perusteella tämä johtuu ainakin osittain siitä, että osalla johtajista oli optiolainojen liikkeellelaskuhetkellä Metran osakkeita ja siten “omistajahenkisyyttä” jo entuudestaan. Mitenkään selvä yhteys ei kuitenkaan ole.

6.3.8 Osinkojenmaksuun suhtautumisen muutos

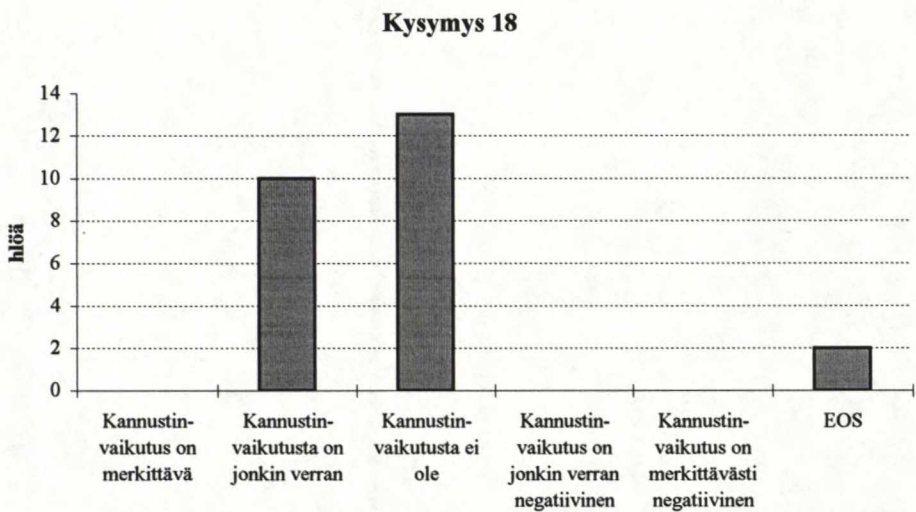
Kuten seuraavalla sivulla olevasta kuviosta havaitsemme, osinkojenmaksua koskevat tulokset ovat mielenkiintoisella tavalla ristiriidassa teorian vaatimusten kanssa. Teorian mukaan nimittäin ei-osinkosuojatun optiolainan (kummatkin Metran optiolainat) tapauksessa optiolainoja merkinneiden johtajien pitäisi haluta sitä, että yritys maksaisi vähemmän osinkoja osakkeille, koska osinkojen maksu laskee osakekurssia ja siten optiolainojen arvoa. Tätä teoriaa tukee myös esim. Lemgruberin (1986, kirjassa Copeland & Weston 1992, 671) empiirinen tutkimus amerikkalaisella aineistoilla.



Näin ei Metran johtajien tapauksessa kuitenkaan asianlaita ole, vaan johtajat haluavatkin sitä, että Metra pitää osinkopolitiikkansa ennallaan tai maksaa *enemmän* osinkoja osakkeille. Tätä ristiriitaa voidaan mielestäni parhaiten selittää seuraavalla vapaista kommentteista johdetulla uskomuksella: Sijoittajat haluavat yrityksestä osinkoja, joten sellainen yritys joka maksaa enemmän osinkoja on sijoittajien kannalta houkuttelevampi ja sijoittajat ovat siten valmiit maksamaan enemmän tällaisen yrityksen osakkeesta, joten osinkojenmaksun lisääminen *nostaa* yrityksen osakekurssia. Uskomuksen paikkansapitävyyteen en ota kantaa.

6.3.9 Optiolainat keskijohdon kannustamisessa

Kysyttäessä sitä, millaista kannustinvaikutusta konsernin ja divisioonien johtajat uskovat optiolainoilla olevan niihin keskijohtoon kuuluviin johtajiin, jotka eivät saaneet merkitä optiolainoja, saatiin allaolevan kuvion mukaiset tulokset.

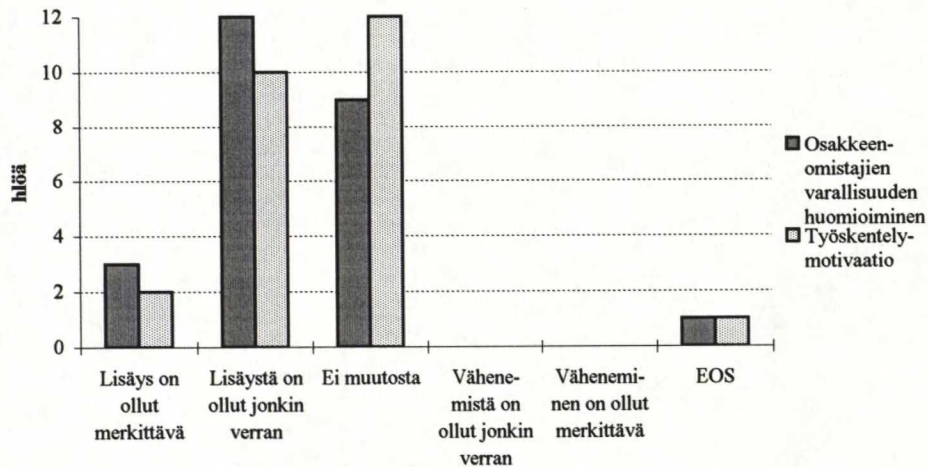


Johtajat ovat siis keskimäärin sitä mieltä, että kannustinvaikutusta on jonkin verran olemassa ja missään tapauksessa kannustinvaikutus ei ole negatiivista (katkeruus, koska ei saanut merkitä). Tämä tulos on yhtenevä myös Metran osakkeenomistajien ennakkokäsitysten kanssa ja osittain myös teorian kanssa. Teoria tosin vaatii, että kannustinvaikutus olisi vielä nyt havaittua suurempi, eli optiolainat toimivat merkittävänä porkkanana keskijohdon ponnisteluille.

6.3.10 Yhteenvetokysymykset

Kysymyksessä 19 kysyttiin sitä, ovatko johtajat optiolainojen merkitsemisen jälkeen ottaneet päätöksenteossaan enemmän vai vähemmän huomioon sen, mikä on päätösten vaikutus osakkeenomistajien varallisuuteen. Kysymyksessä 20 puolestaan kysyttiin sitä, ovatko optiolainat antaneet johtajille kannustimen työskennellä Metrassa kovemmin. Seuraavalla sivulla olevassa kaaviossa on saatujen vastausten jakauma.

Kysymys 19 & 20



Tulokset ovat melko hyvin linjassa sekä Metran osakkeenomistajien odotusten että teorian vaatimusten kanssa: sekä osakkeenomistajien varallisuuden huomioiminen että työskentelymotivaatio ovat kasvaneet optiolainojen merkinnän seurauksena ja yhdelläkään johtajalla muutos ei ole ollut negatiivinen.

Huomionarvoinen seikka on myös se, että osakkeenomistajien varallisuuden huomioiminen on lisääntynyt enemmän kuin työskentelymotivaatio, mitä voitaneen selittää sillä, että Metran kaltaisessa suuryrityksessä on johtavaan asemaan päässeellä henkilöllä pitänyt olla suuri työskentelymotivaatio koko uran ajan, jotta eteneminen organisaatiossa on ollut mahdollista. Alemmilla organisaation tasoilla osakkeenomistajien varallisuuden huomioiminen ei kuitenkaan ole mitenkään välttämätöntä hyvän työsuorituksen ja sitä kautta ylenemisen saavuttamiseksi, joten voidaan myös olettaa että osakkeenomistajien varallisuuden huomioiminen korostuu vasta organisaation kaikkein korkeimmilla tasoilla. Tämän argumentoinnin perusteella on loogista, että optiolainat lisäävät osakkeenomistajien varallisuuden huomioimista enemmän kuin työskentelymotivaatiota.

Sama argumentointi selittää myös sen, miksi suuri osa johtajista ilmoittaa että asioissa ei ole tapahtunut mitään muutosta optiolainojen merkinnän seurauksena: täyteen ämpäriin ei enää vettä mahdu. Tämän valossa onkin Metran osakkeenomistajien kannalta tärkeää todeta myös se, että yhdelläkään johtajalla ei

työskentelymotivaatio ole alentunut optiolainojen merkinnän jälkeen (tai kukaan johtaja ei ainakaan ilmoita sen alentuneen). Näin asianlaita voisi nimittäin hyvinkin olla, koska odotusarvoltaan korkea optiolaina voi tuoda johtajalle "hyvänolontunteen" henkilökohtaisen varallisuuden odotusarvon merkittävän kasvun kautta ja siten saada hänet vähentämään työpanostaan, koska ylimääräisen panostuksen rajakustannus on suuri (esim. väsyminen) mutta rajatuotto osakekurssin nousun kautta on pieni, koska johtajalle on samantekevää onko hänellä tilillään viisi vai kuusi miljoonaa markkaa. Tällöin johtaja siis investoisi elämänlaatuunsa.

6.4 Käsitys optiolainojen arvosta

Kysymyksissä 21a, 21b, 22a ja 22b selvitettiin johtajien käsitystä optiolainojen optiotodistusosien arvosta ja siitä kuinka paljon johtaja mielestään joutui yhdestä optiotodistuksesta maksamaan markkinakorkoa matalamman lainakoron muodossa.

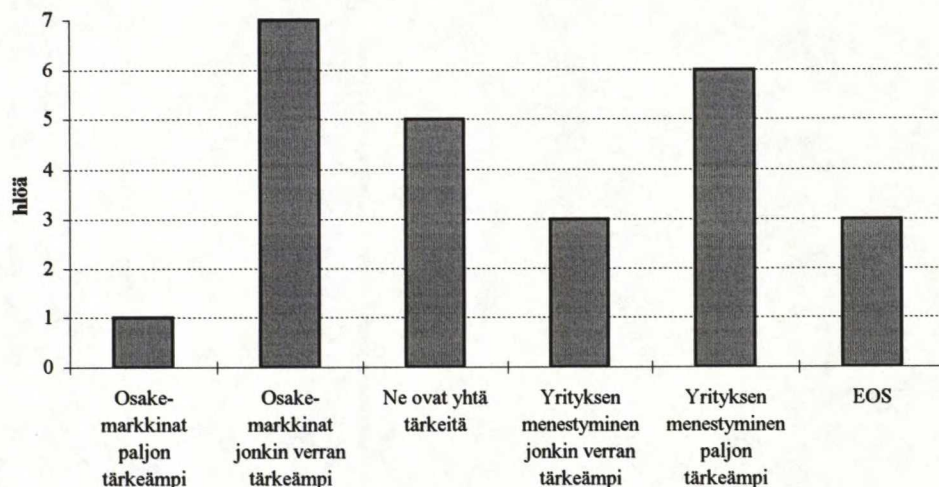
Saatujen tulosten hajonta oli erittäin suuri. Vuoden 1994 optiolainan yhden optiotodistuksen kohdalla vastausten alalaita oli "negatiivinen" ja ylälaita 280 mk, joka on suunnilleen yhtä paljon kuin Metran osakekurssi lainan liikkeellelaskuhetkellä. Vuoden 1996 optiolainan tapauksessa tilanne on samankaltainen. Lainakoron mataluuden aiheuttaman kustannuksen kohdalla tilanne oli myös edelläkuvatun kaltainen: suurimmalla osalla vastaajista ei ollut mitään käsitystä asiasta. Myös vastaamattajättäneiden lukumäärä on huomattavan suuri.

Vastausten läpikäynnin perusteella voidaan todeta, että 25 vastaajasta kuudella vastausten suuruusluokka oli oikea eli heillä oli jonkinlainen käsitys siitä, minkä arvoisia optioita heillä oli ja kuinka paljon he olivat niistä maksaneet. Kääntäen, 19 johtajaa eli 76 % vastaajista ei tiennyt minkäarvoisia optiotodistuksia he olivat saaneet tai mitä he olivat niistä maksaneet. Edellämainitusta kuudesta johtajasta lisäksi neljä työskentelee konsernijohdossa, joten vain kahdella divisioonajohtoon kuuluvalla henkilöllä oli oikeansuuntainen käsitys optiotodistusten arvosta.

Tulevien optiolainojen yhteydessä Metran tulisikin kiinnittää erityistä huomiota juuri siihen, että johtajille muodostuu edes jonkinlainen käsitys optiotodistusten arvosta. Tällä käsityksellä on taloudellista merkitystä ainakin siinä tapauksessa, kun johtaja realisoi voittonsa myymällä optiolainojen optiotodistusosat.

Seuraavassa kuviossa on johtajien vastaukset kysymykseen 23, jossa kysyttiin sitä, kummalla on vastaajan mielestä enemmän vaikutusta optiotodistuksen arvoon: osakemarkkinoiden yleisellä kehitymisellä vai yrityksen menestymisellä.

Kysymys 23



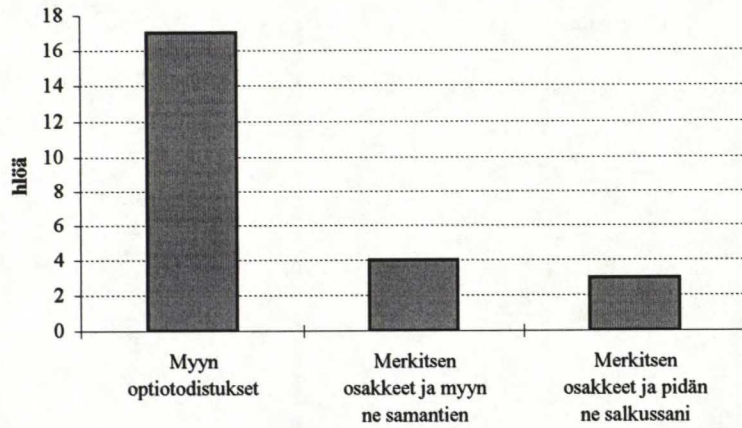
Vastauksissa on erityisen mielenkiintoista niiden suuri hajonta. Yrityksen menestyminen saa keskimäärin jonkin verran enemmän painoa, mutta huomionarvoista on myös se, että kahdeksan vastaajan mielestä osakemarkkinoiden yleinen kehitys on yrityksen kehitystä tärkeämpi tekijä. Tämän ristiriidan välttämiseksi Metran tulisikin harkita sitä, että tulevien optiolainojen yhteydessä optiotodistuksen arvon kehittymistä ei sidottaisi suoraan yrityksen osakekurssiin vaan osakekurssin kehittymiseen esim. painorajoitettuun HEX-portfolioindeksiin verrattuna. Tällöin johtajia palkittaisiin vain keskimääräistä paremmasta suorituksesta.

6.5 "Henkilökohtaiset" kysymykset

Kysymykseen 24 saatujen vastausten perusteella voidaan todeta, että kenellekään vastanneista optiolainojen lainaosuuksien rahoittaminen ei muodostunut ongelmaksi. Tämä on merkityksellistä erityisesti vuoden 1994 lainan kannalta, sillä siinä lainaosuuden koko oli vielä merkittävä, kun taas vuoden 1996 lainassa se oli häviävän pieni. Tätä ongelmattomuutta selittää luonnollisesti se, että vuonna 1994 johtajilla oli mahdollisuus neuvotella silloisesta Suomen Yhdyspankista suhteellisen edullinen laina optiolainan merkinnän rahoittamiseksi.

Kysymyksessä 25 kysyttiin sitä, miten johtajat aikovat realisoida optiotodistustensa arvon. Kuten seuraavalla sivulla olevasta kuviosta huomaamme, suurin osa johtajista aikoo myydä optiotodistukset ja siten realisoida perusarvon lisäksi myös optioiden aika-arvon. Neljä johtajaa puolestaan aikoo merkitä osakkeet ja myydä ne samantien, mitä voidaan pitää edelliseen vaihtoehtoon nähden huonompana, sillä tällöin he hukkaavat optioiden aika-arvon. Tätä vaihtoehtoa voidaan kuitenkin puolustaa siinä tilanteessa, että optiot ovat voimakkaasti plusoptioita (in-the-money), jolloin niiden aika-arvo on vain häviävän pieni osa perusarvosta. Osakkeiden merkintä ja niiden välitön myyminen voi tällöin olla parempi tapa, mikäli optiotodistusten myyminen aiheuttaisi suurempia transaktiokustannuksia tai olisi muutoin hankalampaa johtajan kannalta. Tämä sama perustelu pätee myös kolmanteen vaihtoehtoon, jossa johtaja merkitsee osakkeet ja pitää ne sijoitussalkussaan. Tällöinhän hänellä on vaihtoehtona myydä optiotodistukset ja ostaa osakkeet salkkuunsa pörssistä.

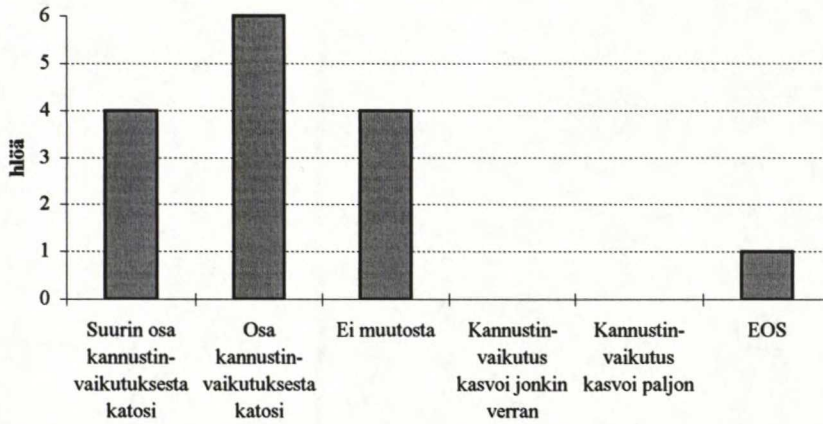
Kysymys 25



Vapaiden kommenttien perusteella voidaan myös todeta, että osa johtajista aikoo myydä optiotodistukset ja sen jälkeen ostaa osakkeita pörssistä. Tämä kertonee siitä, että johtajat haluavat pitää itsellään tiettyä omistajuushenkisyyttä tai kannustinvaikutusta vielä senkin jälkeen kun optiotodistukset ovat erääntyneet. Tässä tapauksessa optiolainat ovat siis todella luoneet omistajahenkisyyttä johdon keskuuteen.

Kysymyksessä 26 kysyttiin sitä, minkälaisen muutoksen johtajien suhtautumisessa optiolainoihin aiheutti se, että Suomen verolainsäädäntöä muutettiin vuoden 1994 optiolainan liikkeellelaskun jälkeen ja optiolainojen tuomia voittoja alettiin verottaa ansiotulona, kun niitä aikaisemmin verotettiin pääomatulona. Saadut tulokset ovat ennakko-odotusteni mukaiset: suurimmalla osalla johtajista kannustinvaikutus laski joko paljon tai jonkin verran ja kenelläkään se ei kasvanut. Seuraavalla sivulla on jakauma vastauksista.

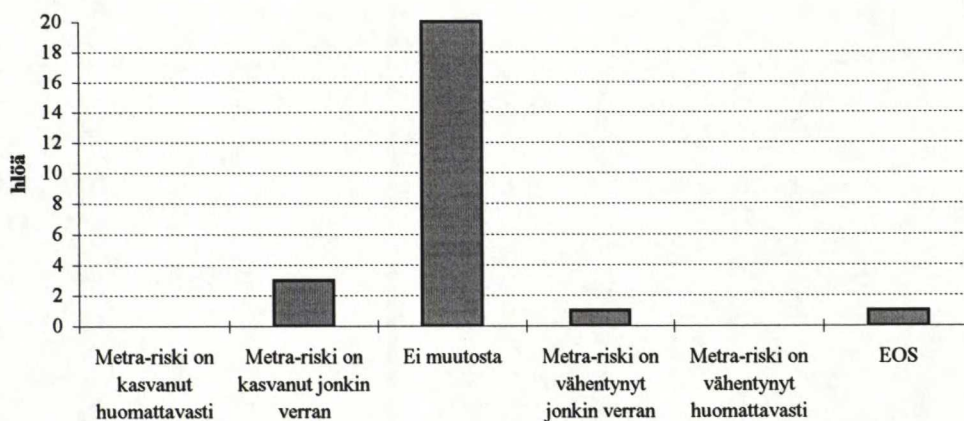
Kysymys 26



Eräissä vapaassa kommentissa todettiin mm. että “oli vahinko että eräät yritykset asettivat merkintähinnat liian alhaisiksi ja siten antoivat johtajilleen välittömästi rahaa, mikä (aiheuttamalla verotusmuutoksen) pilasi hyvän järjestelmän suomalaisessa työelämässä”. Tällaisissa yrityksissä optiolainoja siis käytettiin nimenomaan vaihtoehtoisena palkanmaksun välineenä, mikä kuitenkin pidemmällä tähtäimellä kostautui kaikille suomalaisille pörssiyrityksille.

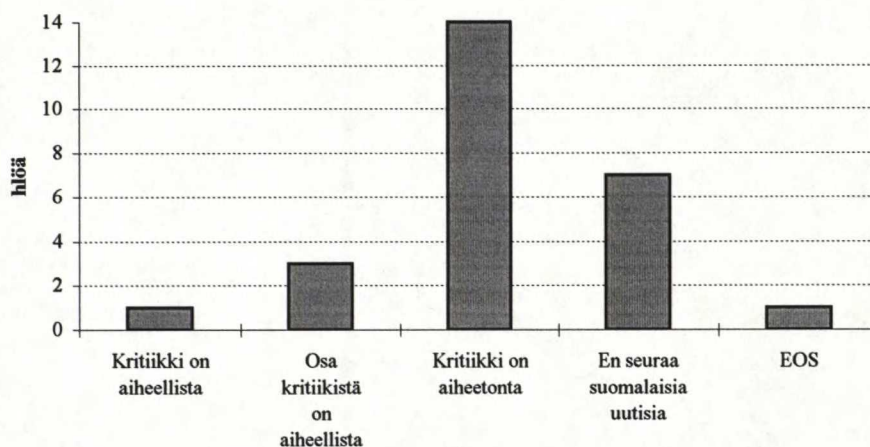
Kysymyksessä 27 kysyttiin sitä, onko johtajan “Metra-riski” hänen omasta mielestään kasvanut optiolainojen merkitsemisen seurauksena eli riippuuko oma henkilökohtainen varallisuus liikaa Metran menestymisestä. Saatujen vastausten jakauma on seuraavalla sivulla olevassa kuviossa. Vastausten perusteella voidaan todeta, että vain kolmella vastaajalla Metra-riski on kasvanut jonkin verran ja lähes kaikilla se onkin pysynyt ennallaan. Tämän voidaan olettaa johtuvan siitä, että optiolainojen mahdollisesti tuomat voitot eivät ole ratkaisevan tärkeitä kenenkään talouden kannalta ja varsinkin siitä, että huonoimmassakaan mahdollisessa tilanteessa optiolainat eivät aiheuta suoranaisia tappioita johtajille. Täten johtajien mielestä optioilla voi olla vain positiivisia tulovaikutuksia heille.

Kysymys 27



Viimeisellä “henkilökohtaisella” kysymyksellä (kysymys 28) selvitettiin sitä, miten suomalaiset johtajat ovat suhtautuneet siihen kritiikkiin, jota optiolainat ovat saaneet osakseen julkisessa sanassa. Oheisessa kuviossa on saatujen vastausten jakauma:

Kysymys 28



Suurin osa johtajista on siis sitä mieltä, että kritiikki on aiheetonta. Tämä käsitys perustunee ennen kaikkea optiolainojen asiantuntemattomaan käsittelyyn julkisessa sanassa ja siihen, että otsikot laaditaan lehden levikkiä silmälläpitäen.

Vapaissa kommentteissa kiinnitettiin huomiota mm. siihen, että osa kritiikistä on aiheellista, koska joissakin tapauksissa osakkeiden merkintähinta on asetettu kannustinnäkökulmasta liian alhaiselle tasolle ja koska (vastaajan mielestä) osakemarkkinoiden yleinen kehitys määrää suurimman osan johtajan optiolainojen perusteella saamista voitoista. Erään kommentoijan mielestä koko julkinen keskustelu puolestaan perustuu yleiselle kateudelle, eikä siinä huomioida lainkaan sitä, miten matala suomalaisten johtajien saama kokonaispalkka on kun sitä verrataan muiden maiden yritysten johtajien saamiin palkkoihin. Lisäksi erään vastaajan mukaan julkinen keskustelu on loogista jatkoa suomalaiselle käytännölle, jossa työtätekevien ihmisten palkat jaetaan laiskureille.

6.6 Lainojen kehittämistä koskevat kysymykset

Kysymyksessä 29 selvitettiin sitä, kuinka hyvin optiolainat johtajien mielestä sopivat koko Metran kannustinjärjestelmään. 25 vastanneesta 20:n mielestä lainat sopivat järjestelmään oikein hyvin ja neljän mielestä ne sopivat järjestelmään, mutta niissä on myös ongelmia. Yksikään vastanneista ei ollut sitä mieltä, että ne eivät sopisi järjestelmään.

Vapaissa kommentteissa todettiin kuitenkin, että vaikka lainat sopivat hyvin järjestelmään, niin Suomessa niiden käyttö on hankalaa verotuskohtelun vuoksi. Kommentteissa esitettiin myös sellainen parannusehdotus, että ensinnäkin optiolainojen käyttöä tulisi laajentaa myös alemmille organisaation tasoille ja toiseksi, lainoja merkinneillä tulisi myös olla todellista “downsidea” eli riskiä menettää varallisuuttaan mikäli yrityksen pörssikurssi ei kehity toivotulla tavalla.

Kysymyksen 30 kolmessa alakohdassa selvitettiin johtajien käsitystä lainojen yksinkertaisuudesta ja ymmärrettävyydestä (kohta a), lainojen objektiivisuudesta (kohta b) ja niiden oikeudenmukaisuudesta (kohta c) johtajien motivoinnissa.

25 johtajasta 23:n mielestä lainat olivat yksinkertainen ja helposti ymmärrettävä tapa motivoida johtoa ja vain yhden mielestä näin ei ollut asianlaita. Tämä tulos on kuitenkin jonkin verran ristiriidassa aikaisempien tulosten kanssa: voivatko lainat olla helposti ymmärrettäviä vaikka suurimmalla osalla johtajista ei ole mitään käsitystä niiden arvosta? Johtopäätöksenä voidaan todeta, että ilmeisesti lainojen perusominaisuudet ovat hyvin johtajien tiedossa, mutta niiden yksityiskohtien ja kaikkien vaikutusten tiedostamisessa on vielä puutteita. Tätä tiedostamista tulisi Metran tulevien optiolainojen yhteydessä lisätä esim. kertomalla johtajille mikä on lainojen todellinen (teoreettinen) arvo.

Kysymyksen 30 a vapaissa kommentteissa todettiin lisäksi, että jokaiselle lainoja merkinneelle on selvää, että osakekurssin täytyy nousta, jotta lainoilla olisi arvoa niitä merkinneelle. Tällöin arvojen tarkka tietäminen ei ole mitenkään välttämätöntä suotuisan käyttäytymisvaikutuksen aikaansaamiseksi. Eräässä kommentissa todettiin

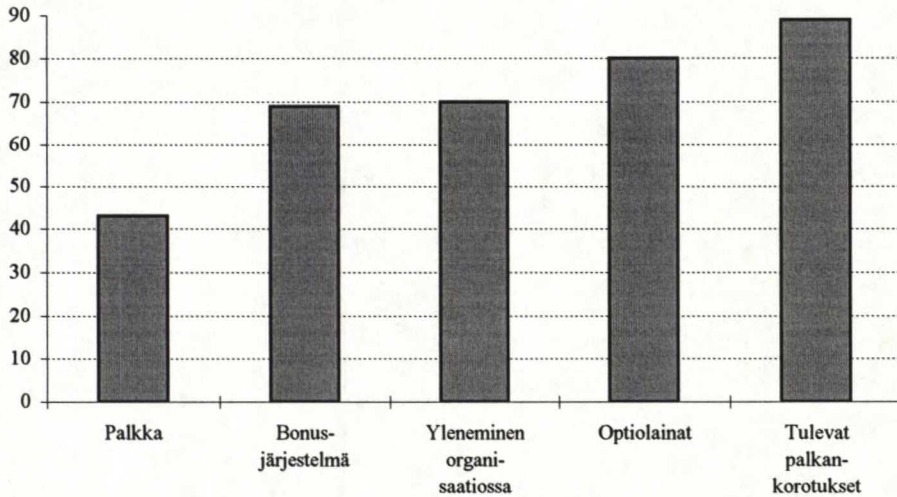
myös, että lainojen ymmärrys lisääntyy kun johtajille kertyy kokemuksia v. 1994 lainasta. Olemme siis vasta kehityksen alkuvaiheissa.

Saman kysymyksen b-kohdassa (lainojen objektiivisuus) 21 johtajaa oli sitä mieltä, että optiolainat ovat objektiivinen tapa palkita johtoa ja kolme johtajaa oli vastakkaista mieltä. Erään vastanneen mukaan ne ovat objektiivinen kannustinmenetelmä vain pitkällä tähtäimellä ja mikäli niitä lasketaan liikkeelle säännöllisin väliajoin. Tässä korostuneet mm. ne lainojen ominaisuudet, että lainat palkitsevat yksittäistä johtajaa vaikka tämän vaikutus koko yrityksen suoritukseen olisi jopa negatiivinen. Samoin lainojen riippuvuus yleisestä osakemarkkinoiden kehittämisestä vähentänee lainojen objektiivisuutta johtajien motivoinnissa.

Kysymyksen c-kohdassa kysyttiin lainojen oikeudenmukaisuutta johtajien motivoinnissa. Tässä vastausten hajonta oli täsmälleen sama kuin a-kohdassa, eli 23 johtajan mielestä ne ovat oikeudenmukaisia ja vain yhden mielestä näin ei ole. Edellisiin kohtiin liittyen eräs kommentoija totesi, että optiolainojen myöntämisessä on erittäin vaikea määritellä kenelle niitä pitäisi myöntää ja kenelle ei.

Kysymyksessä 31 pyydettiin vastaajia laittamaan järjestykseen viisi eri tekijää sen perusteella, millainen motivoiva vaikutus niillä on vastaajaan. Kyseiset viisi tekijää olivat: palkka, tulevat palkankorotukset, bonusjärjestelmä, yleneminen organisaatiossa ja optiolainat. Vastaajia pyydettiin laittamaan tekijät järjestykseen yhdestä viiteen siten, että se jolla on *eniten* motivoivaa vaikutusta saa yhden pisteen jne. Seuraavalla sivulla on yhteenlaskettuna eri tekijöiden saamat pisteet (vähiten pisteitä saanut on tärkein motivoiva tekijä).

Kysymys 31



Kuviosta huomaamme, että normaali kuukausipalkka on johtajien mielestä selvästi motivoivin tekijä. Palkan jälkeen tulevat bonusjärjestelmä ja yleneminen organisaatiossa. Optiolainat ovat vasta neljäntenä ja tulevat palkankorotukset selvästi viimeisenä. Lisäksi erään vastaajan mielestä yrityksen menestys on kaikkein motivoivin tekijä.

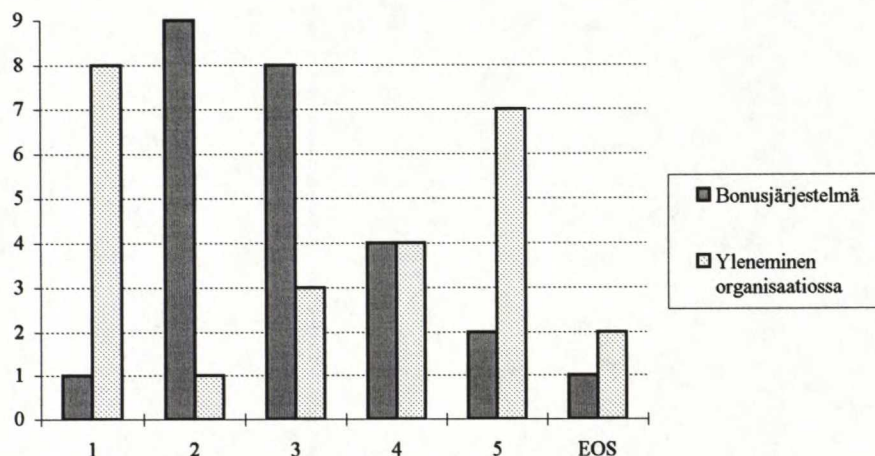
Vastauksissa on erityisen mielenkiintoista se, että niissä suurinta painoa ovat saaneet lyhyen aikavälin tekijät eli palkka ja bonusjärjestelmä kun taas pitkän aikavälin tekijät yleneminen, optiolainat ja palkankorotukset ovat viimeisinä. Saadut tulokset tukisivat siten vanhaa kansanviisautta: ”parempi pyy pivossa kuin kymmenen oksalla”. Osittain teorian ja omien odotusteni vastaisesti johtajat näyttävät olevan kiinnostuneita nimenomaan oman suorituksen välittömistä palkinnoista palkan, bonusten ja ylenemisen muodossa ja antavan vähemmän painoa (mahdollisesti suurillekin) pitkän aikavälin palkinnoille.

Palkan saama suuri painotus on hyvin mielenkiintoinen seikka, koska johtaja saama kuukausipalkka on kiinteä eikä sillä siten voida olettaa olevan mitään suoria taloudellisia motivaatiovaikutuksia. Kenties palkan suuri paino johtuu siitä, että johtajat kokevat olevansa palkkajohtajia, jotka tekevät työtään jotta saavat kuukausipalkkansa. Tällöin palkansaannin jatkuvuuden turvaaminen voi olla tärkein

motivoiva tekijä. Pitkän tähtäimen kannustinmenetelmien saama alhainen paino voi johtua siitä, että johtajat kokevat niiden saannin olevan enemmän riippuvainen johtajan vaikutuspiirin ulkopuolella olevista tekijöistä ja täten johtaja suhtautuu niihin “tulee jos on tullakseen” asenteella.

Liitteessä on lisäksi esitetty yksittäisten tekijöiden vastausten hajonnat. Hajonnat ovat muutoin varsin hyvin kokonaistuloksia vastaavat, mutta suunnilleen samat pisteet saaneiden bonusjärjestelmän ja ylenemisen välillä on havaittavissa mielenkiintoinen eroavaisuus.

Kysymyksen 31 vastausten jakauma



Bonusten jakauma vastaa melko hyvin kokonaistulosta, mutta ylenemisen jaukama on selkeästi kaksihuippuinen. Yleneminen on siis johtajalla joko tärkein motivoiva tekijä tai sitten se ei motivoi johtajaa lainkaan (tai hyvin vähän). Kun otamme huomioon että haastateltavina olivat nimenomaan Metran ja sen divisioonien ylimpään johtoon kuuluvat henkilöt, selittyy tilanne hyvin yksinkertaisesti: johtajalla joko on tai sitten ei ole enää mahdollisuuksia yletä organisaatiossa. Mikäli mahdollisuuksia on, niin ne myös ovat merkittävän johtajaa motivoiva tekijä.

Kysymyksessä 32 pyydettiin vapaita kommentteja siihen, mitkä olivat optiolainoissa erityisen positiivisia tai negatiivisia piirteitä. Positiivisina piirteinä mainittiin mm. mahdollisuus myydä optiotodistus vapaasti ja turhien rajoitusten (kuten

aikarajoitukset) poissaolo ja siten lainojen yksinkertaisuus. Erityisen positiivisena pidettiin sitä, että 1996 lainamäärä ja merkintähinta olivat johtajan kannalta edullisemmat kuin 1994 lainassa. Toisaalta eräs vastaaja totesi, että 1994 laina viestitti 1996 lainaa paremmin johtajille tarpeen parantaa omaa toimintaa.

Negatiivisena piirteenä pidettiin vastaavasti 1994 lainan suurempaa lainamäärää ja korkeampaa merkintähintaa suhteessa pörssikurssiin. Erityisenä negatiivisena piirteenä pidettiin suomalaista verotuskäytäntöä ja lainojen hallinnollista hankaluutta (lainaosuuden mukanaolo). Kritiikkiä sai myös se, että lainoilla ei ole todellista yhteyttä työsuhteen jatkuvuuteen Metrassa, koska käytännössä lainat saa pitää vaikka siirtyisikin pois konsernin palveluksesta.

Yhteenvetona kommenteista voidaan todeta, että johtajat haluavat enemmän rahaa vähemmällä vaivalla ja tämä raha pitäisi vielä verottaa alhaisemmalla verokannalla.

Kysymyksessä 33 johtajilta kysyttiin sitä, onko heidän mielestään olemassa mitään parempaa menetelmää kuin optiolainat käytettäväksi johtajien motivoinnissa. Kuusi vastajaa vastasi tähän kysymykseen ”kyllä”, 11 ”ei” ja seitsemällä vastaajalla ei ollut mielipidettä asiasta.

Viiden vastaajan mielestä bonusjärjestelmä on optiolainoja parempi, koska bonukset antavat välittömämmät tulokset ja niihin voi johtaja omalla toiminnallaan suoremmin vaikuttaa. Yhden maininnan saivat myös palkka (kv-vertailussa liian matalalla tasolla) ja ”kannustin, jolla on alhaisempi verotus”. Kaksi vastaaja otti kysymykseen kokonaisvaltaisemman lähestymistavan, eli heidän mielestään kaikkia kannustinmenetelmiä tarvitaan; sekä lyhyen aikavälin että pitkän aikavälin menetelmiä.

Kysymyksessä 34 kysyttiin sitä, kuinka vastaajat kehittäisivät optiolainoja ja/tai niiden käyttöä Metrassa. Kahden vastaajan mielestä optiolainoista tulisi tehdä säännöllinen työkalu Metran johtajien kannustamisessa, eli niitä tulisi laskea säännöllisin väliajoin liikkeelle. Optiolainojen käyttöä organisaatiossa tulisi myös laajentaa ja jokaiselle tulisi myöntää enemmän optiotodistuksia.

7 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

7.1 Optiolainojen tavoitteet ja ehdot

Metran osakkeenomistajien tavoitteet optiolainojen suhteen ja optiolainojen ehdot vastaavat tärkeimmiltä kohdiltaan kohtuullisen hyvin teorian vaatimuksia:

- Kummallakin optiolainalla tavoitellaan yrityksen arvoa nousua pitkällä tähtäimellä. Tämä on myös Miettisen (1995) mukaan tyypillinen tavoite suomalaisten yrityksen laskiessa liikkeelle optiolainoja.
- Optiolainoilla on tarkoitus kannustaa johtajia työskentelemään osakkeenomistajien varallisuutta kasvattavalla tavalla ja siten vähentää "laiskottelua".
- Metra on suunnitellut muodostavansa optiolainojen käytöstä jatkuvan prosessin.

Optiolainojen tavoitteet ja ehdot eroavat kuitenkin teorian vaatimuksista mm. seuraavissa kohdissa:

- Optiolainoilla ei pyritä kannustamaan johtajia riskinoton kasvattamiseen. Tämä tulos on myös vastoin Miettisen (1995) saamia tuloksia.
- Käytännössä lainoilla ei pyritä sitomaan johtajia yrityksen palvelukseen, koska Metran filosofian mukaisesti yrityksen tarjoamien muiden puitteiden tulee olla sellaiset, että johtaja haluaa pysyä yrityksen palveluksessa.
- Erityisesti vuoden 1996 optiolainassa palkitsemiselementti oli voimakkaasti mukana, mikä on kuitenkin yleistä suomalaisten yritysten liikkeellelaskemille optiolainoille (Miettinen 1995).
- Metran osakkeenomistajat pitävät optiolainoja edullisena tapana palkita johtoa, mikä perustunee siihen, että heidän mielestään on parempi että palkkio maksetaan osakemarkkinoilta kuin yrityksen kassasta.
- Miettisen (1995) tuloksista poiketen Metran tavoitteena ei ole optiolainojen avulla houkutella sijoittajia sijoittamaan Metraan.
- Veroedut eivät olleet ratkaiseva tekijä optiolainoja liikkeellelaskettaessa, mutta ne vaikuttivat kuitenkin siihen että pitkän aikavälin kannustinjärjestelmää rakennettaessa päädyttiin nimenomaan optiolainoihin. Lisäksi, veromuutoksesta huolimatta Metra laski liikkeelle uuden optiolainan vuonna 1996. Tämä tulos

verotuksen osittaisesta vaikutuksesta on yhtenevä myös Miettisen (1995) tulosten kanssa.

Yhteenvetona voidaan siten sanoa, että optiolainojen käytön tavoitteet ja lainojen ehdot ovat tärkeimmiltä osiltaan teorian vaatimuksien mukaisia, mutta lainojen käytön yksityiskohdissa on vielä eroja teorian vaatimuksiin. Kappaleessa 7.3 käynkin läpi parannusehdotuksia, joilla Metra voi tehostaa optiolainojen käyttöä kannustinjärjestelmänsä osana.

7.2 Johtajien kokemukset optiolainoista

Yleispiirteenä johtajien kokemuksissa oli se, että mitään suurta muutosta optiolainat eivät heidän toiminnassaan ja ajattelussaan ole saaneet aikaan, mutta mikäli muutosta on tapahtunut on se tapahtunut teorian valossa ja siten myös Metran osakkeenomistajien kannalta oikeaan suuntaan. Täten optiolainojen voidaan katsoa täyttäneen ainakin osan tehtävästään ja mikäli niiden käytöstä tehdään jatkuva prosessi, voidaan vaikutusten olettaa vielä jatkossakin kasvavan.

Suurimmat erot teorian vaatimuksiin tulivat esiin seuraavissa kohdissa:

- Optiolainojen liikkeellelaskun seurauksena Metran johtajat haluavat, että yhtiö maksaa *enemmän* osinkoja vaikka heidän merkitsemiään optiolainoja ei ole suojattu osinkojenmaksun osakekurssia laskevaa vaikutusta vastaan. Tämä johtajien käsitys perustune sille uskomukselle, että sijoittajat haluavat sijoittaa sellaisiin yrityksiin jotka maksavat paljon osinkoja, joten osinkojenmaksun kasvattaminen lisää sijoittajien mielenkiintoa ja sitä myötä nostaa osakekurssia.
- Vain harvalla johtajalla on edes oikeansuuntainen käsitys siitä, minkä arvoisia optiotodistukset olivat kun he niitä merkitsivät.

7.3 Parannusehdotukset Metran optiolainojen kehittämiseksi

Edellämainittuja optiolainojen puutteita poistaakseen ja lainoja kehittääkseen tulisi Metran osakkeenomistajien harkita seuraavia menetelmiä, joilla lainojen käyttöä ja vaikutuksia voidaan tehostaa:

- Optiolainoja tulisi myöntää laajemmalle organisaatioon, jolloin myös esim. keski johdon mielenkiinto koko konsernin kannattavuutta kohtaan kasvaisi. Laajentaminen tulee kuitenkin suorittaa varovaisesti huolehtien siitä, että lainoja myönnetään vain sellaisille henkilöille joiden toimilla voidaan katsoa olevan vaikutuksia koko konsernin tai yksittäisen divisioonan tuloskehitykseen. Muussa tapauksessa lainoista tulee kallis "karkkiautomaatti".
- Uuden osakeyhtiölain myötä voi optiotodistuksia laskea liikkeelle ilman lainaosaa. Tämä mahdollistaisi mm. sen, että optiotodistusten lahjoittamisen sijasta Metra voisi myydä johtajille optiotodistuksia selvästi niiden teoreettista (Black&Scholes) arvoa halvemmalla. Tällöin johtajille tulisi myös "downside"-riskiä eli heillä on todellinen mahdollisuus menettää varallisuuttaan mikäli yrityksen kurssi ei kehity tavoitteiden mukaisesti.
- Yrityksen kehitystä voisi verrata osakekurssin sijasta esimerkiksi osakekurssin kehittymisellä suhteessa painorajoitettuun HEX-portfolioindeksiin, jolloin optioiden käyttöoikeus myönnettäisiin vain mikäli kurssi on kehittynyt vertailuindeksiä paremmin. Tällä vältettäisiin palkitseminen pörssin yleisestä nousuvireestä.
- Optiotodistusten ehtoihin voisi ottaa osinkokorjauslausekkeen, jolloin osakkeiden merkintähintaa alennetaan maksettujen osinkojen määrällä.
- Optiotodistuksista tulee kehittää jatkuva järjestelmä, jotta esim. osakekurssin muutokset ja sitä myötä kannustinvaikutuksen kasvaminen tai väheneminen voidaan ottaa ajoissa huomioon. Jatkuvan järjestelmän avulla on lisäksi helpompi saattaa myös uusia henkilöitä järjestelmän piiriin.
- Tärkein ja kiireellinen yksittäinen parannuskeino on se, että Metra lisää tiedotusta optiolainoista, lainojen ominaisuuksista ja niiden teoreettisista arvoista, jotta johtajilla olisi edes yleiskäsitys siitä minkälaisia ja minkäarvoisia arvopapereita he ovat merkinneet ja minkä takia Metran osakkeenomistajat niitä heille myöntävät. Tämän tiedotuksen merkitys korostuu erityisesti divisioonatasolla.

7.4 Esiintuneet tutkimusongelmat ja menetelmien käyttökelpoisuus

Tutkimukseni toteuttamisessa kohtasin kaksi merkittävämpää ongelmaa. Ensinnäkin kotimaista empiiristä tutkimusta on optiolainoista tehty hyvin vähän. Useampien tutkimusten olemassaolo olisi mahdollistanut kysymysten paremman formuloinnin ja siten paremman kokonaiskuvan saamisen optiolainoista osana Metran kannustinjärjestelmää. Tutkimukset olisivat mahdollistaneet myös empiirisen osan kysymysten paremman rajauksen, millä olisi saattanut olla positiivinen vaikutus vastausprosenttiin.

Vastausprosentin alhaisuus erityisesti divisioonatasolla muodostuikin tutkimukseni suurimmaksi ongelmaksi. Osittain syy lieenee siinä, että kysymyslomake oli hyvin yksityiskohtainen ja siten myös pitkä; jälkikäteen voidaankin sanoa, että olisi sittenkin pitänyt rajata kysymykset huolellisemmin ja jättää joitakin vähemmän merkittäviä asioita kysymättä. Toinen merkittävä syy vastausprosentin alhaisuudelle (divisioonajohtajien keskuudessa) oli se, että kysymykset olivat itsessään vaikeita, mikä saattoi aiheuttaa sen että johtaja ei viitsinyt vastata kysymyksiin koska ei ymmärtänyt niitä. Tämä heijastaa osaltaan divisioonajohtajien puuttelista tietoa optiolainojen ominaisuuksista.

Case-tutkimus itsessään osoittautui hyväksi tavaksi selvittää syvemmin optiolainojen käyttöä suomalaisissa yrityksissä. Tutkimus toi esille monia sellaisia asioita (esim. osinkojenmaksu), joita ei suuremman aineiston tilastollisissa analyyseissa tule huomioitua. Tutkimuksen osittain yllättäviäkin havaintoja olisikin siten mielenkiintoista testata suuremmilla aineistoilla tilastollisesti. Valmiin "tutkimusinfrastruktuurin" olemassaolo mahdollistaisi myös case-tutkimusten tekemisen useammista suomalaisista yrityksistä suhteellisen pienellä vaivalla, mikä entisestään lisäisi ymmärrystä siitä, miten suomalaisten yritysten osakkeenomistajat käyttävät optiolainoja osana johdon kannustinjärjestelmää.

LÄHTEET

BERNHARDT, W., WITT, P., "Stock Options und Shareholder Value", Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1 - 1997, pp. 85-101.

BLACK, Fischer, SCHOLES, Myron, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", Journal of Political Economy, May/June 1973, pp. 637-654.

BICKFORD, Lawrence C., LUCANIA, Leslie A., "Long-Term Incentives for Management, Part 6: Plan Administration and Grant Usage", Compensation and Benefits Review, 3 - 1990, pp. 56-67.

COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack, Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, Second Edition, John Wiley & Sons Inc., New York, 1996.

COPELAND, Thomas E., WESTON, J. Fred, Financial Theory and Corporate Policy, Third Edition, Addison-Wesley Publishing Company Inc., Reading Massachusetts, 1992.

COX, John C., RUBINSTEIN, Mark, Options Markets, First Edition, Prentice-Hall Inc., New Jersey, 1985.

FAMA, Eugene F., "Agency Problems and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, April 1980, pp. 288-307.

FRIEDMAN, Milton, Capitalism and Freedom, 2nd Edition, The University of Chicago Press, Chicago, 1982.

GERHART, B., TREVOR, C. O., "Employment Variability under Different Managerial Compensation Systems", Academy of Management Journal, 6 - 1996, pp. 1692-1712.

GRASKAMP, Edward D., "Long-Term Incentives for Management, Part 2 Stock Price Appreciation Grants", Compensation and Benefits Review, 5 - 1989, pp. 29-43.

GRAVELLE, Hugh, REES, Ray, Microeconomics, Second Edition, Longman Group Limited, Singapore, 1993.

HOSKISSON, R., HITT, M., HILL, C., "Managerial Incentives and Investment in R&D in Large Multiproduct Firms", Organization Science, 2 - 1993, pp. 325-341.

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 3 - 1976, pp. 305-360.

JENSEN, Michael C., SMITH Jr., Clifford W., "Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory" in Recent Advances in Corporate Finance, edited by Edward I. Altman and Marti G. Subrahmanyam, Richard D. Irwin, Homewood Illinois 1985, pp. 93-131.

KLEIN, Marc-Andreas, Top Executive Compensation: United States, United Kingdom, and Canada, Report Number 1155-96-RR, The Conference Board, New York, 1996.

LAMBERT, Richard A., LARCKER, David F., "Executive Compensation, Corporate Decision-Making and Shareholder Wealth", in Corporate Restructuring & Executive Compensation, edited by Joel M. Stern, G. Bennett Stewart III and Donald H. Chew Jr., Cambridge Massachusetts 1989, pp. 287-309.

MERTON, Robert C., "The Theory of Rational Option Pricing", Bell Journal of Economics and Management Science, 4 - 1973, pp. 141-183.

METRA OY AB, Vuosikertomus 1994, Helsinki, 1995.

METRA OY AB, Vuosikertomus 1995, Helsinki, 1996.

METRA OY AB, Vuosikertomus 1996, Helsinki, 1997.

MIETTINEN, Sami, Executive Stock Options as Managerial Compensation, laskentatoimen pro gradu -tutkielma, Helsingin kauppakorkeakoulu, Helsinki, 1995.

MILGROM, P., ROBERTS J., Economics, Organization and Management, Prentice-Hall, Englewood Cliffs New Jersey, 1992.

PARK, S., SONG, M., "Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders", Financial Management, 4 - 1995, pp. 52-65.

PAULIN, George B., "Long-Term Incentives for Management: An Overview", Compensation and Benefits Review, July-August 1989, pp. 36-46.

RYAN, Bob, SCAPENS, Robert W., THEOBALD, Michael, Research Method and Methodology in Finance and Accounting, First Edition, Academic Press Limited, Cornwall, 1992.

SEPPÄLÄ, Kirsi, "Työsuhteoptioiden verotus", Verotus, 1 - 1995. pp. 592-599.

"Sharing the Spoils", The Economist, November 30th 1996, p. 96.

YERMACK, D., "Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?", Journal of Financial Economics, 2&3 - 1995, pp. 237-269.

YERMACK, D., "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements", Journal of Finance, 2 - 1997, pp. 449-476.

METRA OY AB, Optiolainan 1994 lainaehdot.

METRA OY AB, Optiolainan 1996 lainaehdot.

METRA OY AB, Haastattelu johtaja Pekka Virtasen ja rahoitusjohtaja Heikki Horstian kanssa syksyllä 1996.

METRA OY AB, Kyselytutkimus yrityksen ylimpään johtoon kuuluville henkilöille talvella 1996-97.

LIITE 1

Metra Oy Ab:n suurimmat osakkeenomistajat 31.12.1996

Lähde: Metra-konsernin vuosikertomus 1996

	Osakkeiden lkm / 1.000		% äänistä	% osakkeista
	Sarja A	Sarja B		
1. Fiskars Oy Ab	3.281	783	22,1	15,1
2. Sampo-ryhmä *	1.399	500	9,5	7,0
3. Merita-konserni **	979	211	6,6	4,4
4. Agrofin Oy Ab	416	1	2,7	1,5
5. Eläke-Varma -ryhmä***	348	333	2,5	2,5
6. Pohjola-ryhmä****	273	364	2,0	2,4
7. Brita Maria Renlundin Säätiö	228	59	1,5	1,1
8. Metalliteollisuuden Keskusliitto	202	-	1,3	0,8
9. Signe ja Ane Gyllenbergin Säätiö	184	-	1,2	0,7
10. Sigrid Juseliuksen Säätiö	180	-	1,2	0,7
11. Eläkerahasto Polaris	158	198	1,2	1,3
12. Jenny ja Antti Wihurin Säätiö	167	64	1,1	0,9
12 suurinta yhteensä	7.815	2.513	52,9	38,4

* = Keskinäinen yhtiö Teollisuusvakuutus, Vakuutusosakeyhtiö Sampo, Vakuutusosakeyhtiö Eläke-Sampo, Vakuutusosakeyhtiö Yritys-Sampo, Suomen Vakuutus Oy ja Keskinäinen Vakuutusyhtiö Kaleva

** = Partita Oy ja Merita Pankki Oy

*** = Keskinäinen Vakuutusyhtiö Eläke-Varma ja Henkivakuutusosakeyhtiö Nova

**** = Eläkevakuutusosakeyhtiö Ilmarinen, Vakuutusosakeyhtiö Pohjola, Henkivakuutusosakeyhtiö Salama ja Keskinäinen henkivakuutusyhtiö Suomi

LIITE 2

Metran vuonna 1994 liikkeellelaskeman optiolainan lainaehdot

Metra Oy Ab:n varsinainen yhtiökokous on 8.4.1994 päättänyt osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poiketen ottaa optiolainan konsernin ja toimialayhtiöiden johtoon kuuluvilta henkilöiltä osana johdon kannustusjärjestelmää.

I LAINAEHDOT

1. Lainan määrä

Optiolainan määrä on enintään 2.500.000 markkaa

2. Laina-aika

Laina päivätään 2.5.1994. Laina-aika on 4 vuotta. Velkakirjat lunastetaan takaisin yhtenä eränä laina-ajan päätyttyä 2.5.1998. Yhtiö voi ennen laina-ajan päättymistäkin lunastaa velkakirjat takaisin nimellisarvoonsa edellyttäen, että optiotodistuksia ei ole irroitettu.

3. Velkakirjojen määrä ja nimellisarvo

Lainasta annetaan enintään 2.500 kappaletta nimetyille henkilöille asetettuja juoksevasti numeroituja velkakirjoja, kukin jaollinen nimellisarvolla tuhat (1.000) markkaa. Velkakirjaa ei voida ilman yhtiön kirjallista suostumusta luovuttaa edelleen. Kuhunkin velkakirjaan liittyy yksi optiotodistus jokaista tuhatta (1.000) markkaa kohden. Optiotodistukset voidaan irroittaa velkakirjasta 2.1.1995 lähtien ja luovuttaa edelleen.

4. Emissiokurssi

Lainan emissiokurssi on sata (100) prosenttia.

5. Korko

Velkakirjoille maksetaan vuotuista korkoa, joka on yhden prosenttiyksikön alle 12 kuukauden Helibor-koron. Korko maksetaan vuosittain jälkikäteen 2.5., ensimmäisen kerran 2.5.1995 velkakirjaan liitettyä korkokuponkia vastaan. Maksupaikka on yhtiön pääkonttori.

Ellei korkokuponkia ole esitetty lunastettavaksi viiden (5) vuoden kuluttua sen erääntymisestä, oikeus maksun saantiin on menetetty.

Heliboriin sidottu korko määritellään Suomen Pankin noteerauksen mukaan klo 13.00 kaksi pankkipäivää ennen kunkin yhden vuoden pituisen korkojakson alkamista.

6. Merkintäoikeus

Laina tarjotaan Metran konsernijohtoon kuuluvien henkilöiden, mukaanlukien yhtiön toimitusjohtaja ja varatoimitusjohtaja, sekä toimialayhtiöiden johdon, mukaanlukien niiden toimitusjohtajat, merkittäviksi. Osa lainasta tarjotaan Wilhelm Wahlforss Stiftelse -nimiselle säätiölle varattavaksi tarvittaessa uusille johtoon kuuluville henkilöille. Osakkeenomistajien etuoikeudesta merkintään poiketaan, koska tarkoituksena on kehittää kannustusohjelma yhtiön johdolle ja siihen on näin ollen yhtiön kannalta painava taloudellinen syy.

7. Ali- ja ylimerkintä

Metran hallitus päättää menettelystä mahdollisen ali- tai ylimerkinnän tapahtuessa. Mahdollisen ylimerkinnän tapahtuessa alennetaan merkintämäärää tehtyjen merkintöjen suhteessa. Hallitus päättää kenellä on oikeus merkitä mahdollisesti merkitsemättä jäänyt osa lainasta.

8. Merkintäaika, -paikka ja maksu

Merkintäaika on 20.4.1994 - 10.5.1994. Merkintä tapahtuu yhtiön pääkonttorissa Helsingissä.

Merkityt velkakirjat on maksettava merkittäessä. Maksetuista merkinnöistä annetaan merkintätodistus. Merkitsijän on maksettava kertynyt korko 2.5.1994 jälkeen tapahtuvista merkinnöistä. Hallituksen hyväksytty merkinnät lähetetään merkitsijöille hyväksymisestä kirjallinen ilmoitus viimeistään kuukauden kuluttua merkinnästä. Mikäli merkintämäärää alennetaan mahdollisessa ylimerkintätilanteessa, maksetaan se osa merkinnästä takaisin, jota ei ole hyväksytty.

II OSAKEMERKINNÄN EHDOT

9. Osakkeiden merkintä ja merkintähinta

Kukin optiotodistus oikeuttaa sen haltijan merkitsemään 63 Metran 20 markan nimellisarvoista B-osaketta hintaan 245,60 markkaa kappaleelta.

10. Merkintäaika ja -paikka

Osakkeet voidaan merkitä 2.1.1995 lähtien vuosittain 2.1.-30.11. ja viimeistään 2.5.1998 Metran pääkonttorissa Helsingissä.

11. Osakasoikeudet

Uudet osakkeet oikeuttavat osinkoon ensimmäisen kerran siltä tilikaudelta, jona merkintä on tapahtunut. Muut osakasoikeudet alkavat osakepääoman korotuksen tultua merkityksi kaupparekisteriin.

12. Uudet osakkeet

Osakkeet kirjataan arvo-osuuksina merkitsijän arvo-osuustilille tämän ilmoittamaan arvo-osuusrekisteriin.

III MUUT EHDOT

13. Optiotodistusten haltijoiden oikeudet eräissä tapauksissa

13.1 Mikäli laina-ajan kuluessa yhtiön osakepääomaa päätetään korottaa uusmerkinnällä tai rahastoannilla tai mikäli yhtiö laskee liikkeeseen uusia vaihtovelkakirja- tai optiolainoja, on velkakirjan haltijalla sama oikeus uusien osakkeiden, optiolainojen ja vaihtovelkakirjalainojen merkintään kuin osakkeenomistajilla, ottaen huomioon kohdan 13.2 määräykset, paitsi jos kaikki velkakirjojen haltijat suostuvat siihen, että heidän oikeudestaan merkintään poiketaan.

13.2 Mikäli Metran osakepääomaa korotetaan laina-aikana uusmerkinnällä tai rahastoannilla siten, että B-osakkeiden omistajilla on merkintätuoikeus ja merkintähinta on alempi kuin pörssikurssi emissiohetkellä, muutetaan optiotodistuksen ehtoja seuraavasti:

$$UM = OK / OK_{exk} * VM$$

$$UH = OK_{exk} / OK * VH$$

UM=	optiolainaehtojen mukainen uusi osakeantikorjattu osakkeiden määrä
UH=	optiolainaehtojen mukainen uusi osakeantikorjattu merkintähinta
VM=	optiolainaehtojen mukainen vanha osakkeiden määrä
VH=	optiolainaehtojen mukainen vanha merkintähinta
OK=	osakkeen pörssikurssi päivää ennen emissiokupongin irtoamista
OK _{exk} =	osakkeen teoreettinen arvo emissiokupongin irtoamisen jälkeen

Mikäli osakepääomaa korotetaan suunnatulla annilla, jossa merkintähinta ylittää pörssikurssin emissiohetkellä, ei uusmerkinnällä ole vaikutusta optiotodistuksen ehtoihin.

Mikäli yhtiön pörssinoteeraus on loppunut, käytetään osakeantikorjauksessa substanssiarvoa pörssikurssin sijaan.

13.3 Mikäli optiotodistuksen haltija optiotodistuksen perusteella osakkeita merkitessään saa oikeuden merkitä osakkeen murto-osan, maksetaan murto-osa rahalla. Osakkeen hinta on silloin edellisen päivän pörssikurssi. Jos optiotodistuksen haltija käyttää samanaikaisesti useampia optiotodistuksia, lasketaan kokonaisten osakkeiden lukumäärä kaikkien optiotodistusten lukumäärän perusteella.

13.4 Mikäli Metran osakepääomaa alennetaan, muutetaan optiotodistuksen perusteella merkittävien osakkeiden lukumäärä vastaavalla tavalla.

13.5 Mikäli yhtiö sulautuu toiseen yhtiöön, annetaan optiotodistuksen haltijoille oikeus käyttää merkintäoikeutensa. Niillä, jotka ovat käyttäneet merkintäoikeutensa annettuna aikana, on samat oikeudet kuin muilla osakkeenomistajilla.

13.6 Mikäli Metra asetetaan osakkeiden merkintäaikana selvitystilaan, laina erääntyy maksettavaksi yhdeksänkymmentä (90) päivää sen jälkeen kun selvitystila on merkitty kaupparekisteriin.

13.7 Mikäli Metran osakkeiden nimellisarvo muutetaan osakkeiden merkintäaikana, muutetaan optiotodistuksella saatavien osakkeiden lukumäärä siten, että osakkeiden yhteenlaskettu nimellisarvo pysyy samana.

14. Hallituksen päätösvalta

Muista ehdoista ja optiolainaan liittyvistä toimenpiteistä päättää Metran hallitus erikseen.

15. Riitojen ratkaiseminen

Tästä lainasta mahdollisesti aiheutuvat riidat ratkaisee Keskuskauppakamarin välityslautakunnan asettama välimies ja menettelyssä noudatetaan välityslautakunnan sääntöjä.

16. Informaatio

Lainaa koskevat asiakirjat ovat nähtävissä Metran pääkonttorissa Helsingissä.

Helsingissä, huhtikuun 8. päivänä 1994

HALLITUS

LIITE 3

Sopimus, jolla täydennetään Metran vuonna 1994 liikkeellelaskeman johdon optiolainan lainaehtoja

SOPIMUS

1. Osapuolet

Metra Oy Ab konserniyhtiöineen ("Yhtiö")
ja
Etunimi Sukunimi ("Merkitsijä")

2. Tausta

Yhtiö on päättänyt ottaa käyttöön johdon kannustusjärjestelmän antamalla konsernijohdon, mukaanlukien yhtiön toimitusjohtaja, sekä toimialojen johdon merkittäväksi yhteensä enintään 2.500.000 markan määräisen optiolainan tämän sopimuksen liitteen mukaisilla ehdoilla.

Optiolainan ehtojen mukaan optioihin perustuva osakkeiden merkintä voi tapahtua 2.1.1995 - 2.5.1998 välisenä aikana. Koska kuitenkin lainan tarkoituksena on toimia johdon kannustusjärjestelmänä, yhtiö on sopinut kunkin lainan merkitsijän kanssa erikseen merkintäoikeuden käyttämisestä tästä sopimuksesta ilmenevällä tavalla.

3. Optiolainan merkintä

Merkitsijä on merkinnyt optiolainaa _____ markkaa. Lainasta annettaviin velkakirjoihin liittyy _____ optiotodistusta, joista jokainen oikeuttaa merkitsemään 63 yhtiön B-osaketta lainaehtoista ilmenevällä tavalla.

Merkitsijällä ei ole oikeutta ilman yhtiön kirjallista suostumusta luovuttaa velkakirjoja kolmannelle.

4. Merkintäoikeuden käyttäminen

Merkitsijä sitoutuu olemaan luovuttamatta optiotodistuksia ja käyttämättä optioon perustuvaa merkintäoikeuttaan ennen 2.1.1996, ellei hallitus erikseen päättä, että merkitsijät voivat jo aikaisemmin luovuttaa optiotodistuksia tai käyttää niihin perustuvaa merkintäoikeuttaan.

5. Työsuhteen päätyminen

Mikäli merkitsijä irtisanoutuu tai hänet irtisanotaan yhtiön palveluksesta, on yhtiöllä tai määräämällään oikeus lunastaa merkitsijältä osa hänen optiolainastaan siihen kuuluvine optiotodistuksineen lainan nimellisarvoon siihen mennessä kertyneine korkoineen seuraavasti:

Työsuhteen päättymispäivä: Yhtiön lunastusoikeuden laajuus:

ennen 31.12.1995	60% optiolainasta
ennen 31.12.1996	40% optiolainasta
ennen 31.12.1997	20% optiolainasta.

Lunastamista koskeva vaatimus on esitettävä merkitsijälle viimeistään 30 päivän kuluessa työsuhteen päättymisestä. Merkitsijä sitoutuu yhtiön esittäessä lunastusvaatimuksen myymään lunastettavan osan optiolainasta siihen liittyvine optiotodistuksineen yhtiölle.

Lunastamisen tulee tapahtua 30 päivän kuluessa lunastusvaatimuksen esittämisestä. Lunastushinta suoritetaan kaupanteon yhteydessä velkakirjojen luovuttamista vastaan.

Mikäli merkitsijän työsuhde yhtiöön muutoin päättyy hänestä riippumattomasta syystä, kuten vanhuus- tai sairauseläkkeelle siirtymisen johdosta, taikka mikäli velkakirja siirtyy kolmannelle perintöoikeuden, testamentin tai osituksen johdosta, yhtiöllä ei ole oikeutta eikä velvollisuutta lunastaa velkakirjoja.

6. Sopimuksen voimassaolo

Tämä sopimus tulee voimaan, kun osapuolet ovat sen allekirjoittaneet. Sopimus on voimassa optiolainan laina-ajan eikä sitä voida irtisanoa päättymään tänä aikana, elleivät yhtiö ja kaikki tämän sopimuksen kohteena olevan optiolainan merkitsijät kirjallisesti toisin sovi.

7. Välimieslauseke

Kaikki tästä sopimuksesta mahdollisesti aiheutuvat riidat on yhden välimiehen ratkaistava lopullisesti välimiesmenettelyssä Keskuskauppakamarin sääntöjen mukaisesti. Välimiesmenettelyn oikeuspaikka on Helsinki.

Tätä sopimusta on laadittu kaksi samansanaista kappaletta yksi kummallekin osapuolelle.

Helsingissä 15. päivänä kesäkuuta 1994

METRA OY AB

Merkitsijä

LIITE 4

Metran vuonna 1996 liikkeellelaskeman optiolainan lainaehdot

Metra Oy Ab:n varsinainen yhtiökokous on 25.3.1996 päättänyt osakkeenomistajien merkintätuoikeudesta poiketen ottaa optiolainan konsernin ja toimialayhtiöiden johtoon kuuluvilta henkilöiltä osana johdon kannustusjärjestelmää.

I LAINAEHDOT

1. Lainan määrä

Optiolainan määrä on enintään 180.000 markkaa

2. Laina-aika

Laina päivätään 2.5.1996. Laina-aika on 7 vuotta. Velkakirjat lunastetaan takaisin yhtenä eränä laina-ajan päätyttyä 2.5.2003. Yhtiö voi ennen laina-ajan päättymistäkin lunastaa velkakirjat takaisin nimellisarvoonsa edellyttäen, että optiotodistuksia ei ole irroitettu.

3. Velkakirjojen määrä ja nimellisarvo

Lainasta annetaan enintään 180 kappaletta nimetyille henkilöille asetettuja juoksevasti numeroituja velkakirjoja, kukin jaollinen nimellisarvolla tuhat (1.000) markkaa. Velkakirjaa ei voida ilman yhtiön kirjallista suostumusta luovuttaa edelleen. Kuhunkin velkakirjaan liittyy yksi optiotodistus jokaista tuhatta (1.000) markkaa kohden. Optiotodistukset voidaan irroittaa velkakirjasta 1.9.1996 lähtien ja luovuttaa edelleen.

4. Emissiokurssi

Lainan emissiokurssi on sata (100) prosenttia.

5. Korko

Velkakirjoille maksetaan vuotuista korkoa, joka on yhden prosenttiyksikön alle Suomen Pankin peruskoron. Korko maksetaan vuosittain jälkikäteen 2.5., ensimmäisen kerran 2.5.1997 velkakirjaan liitettyä korkokuponkia vastaan. Maksupaikka on yhtiön pääkonttori.

Ellei korkokuponkia ole esitetty lunastettavaksi viiden (5) vuoden kuluttua sen eräntymisestä, oikeus maksun saantiin on menetetty.

6. Merkintäoikeus

Laina tarjotaan Metran konsernijohtoon kuuluvien henkilöiden, mukaanlukien yhtiön toimitusjohtaja ja varatoimitusjohtaja, sekä toimialayhtiöiden johdon, mukaanlukien niiden toimitusjohtajat, merkittäviksi. Osakkeenomistajien etuoikeudesta merkintään poiketaan, koska laina on tarkoitettu osaksi johdon kannustusjärjestelmää ja siihen on näin ollen yhtiön kannalta painava taloudellinen syy.

7. Ali- ja ylimerkintä

Metran hallitus päättää menettelystä mahdollisen ali- tai ylimerkinnän tapahtuessa. Mahdollisen ylimerkinnän tapahtuessa alennetaan merkintämäärää tehtyjen merkintöjen suhteessa. Hallitus päättää kenellä on oikeus merkitä mahdollisesti merkitsemättä jäänyt osa lainasta.

8. Merkintäaika, -paikka ja maksu

Merkintäaika on 20.4.1996 - 6.5.1996. Merkintä tapahtuu yhtiön pääkonttorissa Helsingissä.

Merkityt velkakirjat on maksettava merkittäessä. Maksetuista merkinnöistä annetaan merkintätodistus. Merkitsijän on maksettava kertynyt korko 2.5.1996 jälkeen tapahtuvista merkinnöistä. Hallituksen hyväksyttyä merkinnät lähetetään merkitsijöille hyväksymisestä kirjallinen ilmoitus viimeistään kuukauden kuluttua merkinnästä. Mikäli merkintämäärää alennetaan mahdollisessa ylimerkintätilanteessa, maksetaan se osa merkinnästä takaisin, jota ei ole hyväksytty.

II OSAKEMERKINNÄN EHDOT

9. Osakkeiden merkintä ja merkintähinta

Kukin optiotodistus oikeuttaa sen haltijan merkitsemään 600 Metran 20 markan nimellisarvoista B-osaketta hintaan 202,40 markkaa kappaleelta.

10. Merkintäaika ja -paikka

Osakkeet voidaan merkitä 1.9.1996 - 30.11.1996 sekä sen jälkeen vuosittain 2.1.-30.11., kuitenkin viimeistään 2.5.2003. Merkintä tapahtuu Metran pääkonttorissa Helsingissä.

11. Osakasoikeudet

Uudet osakkeet oikeuttavat osinkoon ensimmäisen kerran siltä tilikaudelta, jona merkintä on tapahtunut. Muut osakasoikeudet alkavat osakepääoman korotuksen tultua merkityksi kaupparekisteriin.

12. Uudet osakkeet

Osakkeet kirjataan arvo-osuuksina merkitsijän arvo-osuustilille tämän ilmoittamaan arvo-osuusrekisteriin.

III MUUT EHDOT

13. Optiotodistusten haltijoiden oikeudet eräissä tapauksissa

13.1 Mikäli laina-ajan kuluessa yhtiön osakepääomaa päätetään korottaa uusmerkinnällä tai rahastoannilla tai mikäli yhtiö laskee liikkeeseen uusia vaihtovelkakirja- tai optiolainoja, on velkakirjan haltijalla sama oikeus uusien osakkeiden, optiolainojen ja vaihtovelkakirjalainojen merkintään kuin osakkeenomistajilla, ottaen huomioon kohdan 13.2 määräykset, paitsi jos kaikki velkakirjojen haltijat suostuvat siihen, että heidän oikeudestaan merkintään poiketaan.

13.2 Mikäli Metran osakepääomaa korotetaan laina-aikana uusmerkinnällä tai rahastoannilla siten, että B-osakkeiden omistajilla on merkintätuoikeus ja merkintähinta on alempi kuin pörssikurssi emissiohetkellä, muutetaan optiotodistuksen ehtoja seuraavasti:

$$UM = OK / OK_{exk} * VM$$

$$UH = OK_{exk} / OK * VH$$

UM=	optiolainaehtojen mukainen uusi osakeantikorjattu osakkeiden määrä
UH=	optiolainaehtojen mukainen uusi osakeantikorjattu merkintähinta
VM=	optiolainaehtojen mukainen vanha osakkeiden määrä
VH=	optiolainaehtojen mukainen vanha merkintähinta
OK=	osakkeen pörssikurssi päivää ennen emissiokupongin irtoamista
OK _{exk} =	osakkeen teoreettinen arvo emissiokupongin irtoamisen jälkeen

Mikäli osakepääomaa korotetaan suunnatulla annilla, jossa merkintähinta ylittää pörssikurssin emissiohetkellä, ei uusmerkinnällä ole vaikutusta optiotodistuksen ehtoihin.

Mikäli yhtiön pörssinoteeraus on loppunut, käytetään osakeantikorjauksessa substanssiarvoa pörssikurssin sijaan.

13.3 Mikäli optiotodistuksen haltija optiotodistuksen perusteella osakkeita merkitessään saa oikeuden merkitä osakkeen murto-osan, maksetaan murto-osa rahalla. Osakkeen hinta on silloin edellisen päivän pörssikurssi. Jos optiotodistuksen haltija käyttää samanaikaisesti useampia optiotodistuksia, lasketaan kokonaisten osakkeiden lukumäärä kaikkien optiotodistusten lukumäärän perusteella.

13.4 Mikäli Metran osakepääomaa alennetaan, muutetaan optiotodistuksen perusteella merkittävien osakkeiden lukumäärä vastaavalla tavalla.

13.5 Mikäli yhtiö sulautuu toiseen yhtiöön, annetaan optiotodistuksen haltijoille oikeus käyttää merkintäoikeutensa. Niillä, jotka ovat käyttäneet merkintäoikeutensa annettuna aikana, on samat oikeudet kuin muilla osakkeenomistajilla.

13.6 Mikäli Metra asetetaan osakkeiden merkintäaikana selvitystilaan, laina erääntyy maksettavaksi yhdeksänkymmentä (90) päivää sen jälkeen kun selvitystila on merkitty kaupparekisteriin.

13.7 Mikäli Metran osakkeiden nimellisarvo muutetaan osakkeiden merkintäaikana, muutetaan optiotodistuksella saatavien osakkeiden lukumäärä siten, että osakkeiden yhteenlaskettu nimellisarvo pysyy samana.

14. Hallituksen päätösvalta

Muista ehdoista ja optiolainaan liittyvistä toimenpiteistä päättää Metran hallitus erikseen.

15. Riitojen ratkaiseminen

Tästä lainasta mahdollisesti aiheutuvat riidat ratkaisee Keskuskauppakamarin välityslautakunnan asettama välimies ja menettelyssä noudatetaan välityslautakunnan sääntöjä.

16. Informaatio

Lainaa koskevat asiakirjat ovat nähtävissä Metran pääkonttorissa Helsingissä.

Helsingissä, maaliskuun 25. päivänä 1996

HALLITUS

LIITE 5 Kyselylomake

Sami Sormunen

“Use of Stock Option Loans as a Part of Management Incentive Program in Metra”

QUESTIONS FOR MANAGERS

Background questions

1. How long have you been working / did you work in Metra?
 - a) 0-5 years
 - b) 5-10 years
 - c) 10-15 years
 - d) More than 15 years
2. Are you presently working in Metra?
 - a) Yes
 - b) No
3. Which one of the two stock option loans have you subscribed?
 - a) Only the 1994 loan
 - b) Only the 1996 loan
 - c) Both of them
4. Are you working
 - a) at the division level or
 - b) at the Metra group level?
5. Is your income taxed in Finland?
 - a) Yes
 - b) No
6. How many Metra shares do you own right now (excluding the stock options)?
 - a) None
 - b) 1-100
 - c) 100-500
 - d) 500-1000
 - e) 1000-5000
 - f) More than 5000

General Questions

7. When you compare growth and profitability as goals for Metra's operations, do you think that
 - a) Growth is much more important.
 - b) Growth is slightly more important.
 - c) They are equally important.
 - d) Profitability is slightly more important.
 - e) Profitability is much more important.

Comments: _____

8a. This question is only for those managers who have subscribed the 1994 stock option loan.

In your opinion, which one of the following reasons had more importance when Metra’s shareholders decided to issue the 1994 stock option loan: to reward for previous performance or to give incentives to work harder in the future?

- a) Reward was clearly more important.
- b) Reward was slightly more important.
- c) They were equally important.
- d) Incentive was slightly more important.
- e) Incentive was clearly more important.

Comments: _____

8b. This question is only for those managers who have subscribed the 1996 stock option loan.

In your opinion, which one of the following reasons had more importance when Metra’s shareholders decided to issue the 1996 stock option loan: to reward for previous performance or to give incentives to work harder in the future?

- a) Reward was clearly more important.
- b) Reward was slightly more important.
- c) They were equally important.
- d) Incentive was slightly more important.
- e) Incentive was clearly more important.

Comments: _____

Questions on the Effect of Stock Option Loans

9a. How did your attitude towards risk taking in management and project evaluation change after subscribing stock option loans?

- a) My attitude towards risk taking increased significantly.
- b) There was some increase in my attitude towards risk taking.
- c) There was no change.
- d) There was some decrease in my attitude towards risk taking.
- e) There was significant decrease in my attitude towards risk taking.

Comments: _____

9b. How has your attitude towards risk taking in management and project evaluation changed after subscribing stock option loans when time has elapsed and Metra's share price performance has been very favourable?

- a) My attitude towards risk taking has increased significantly.
- b) There has been some increase in my attitude towards risk taking.
- c) There hasn't been any change.
- d) There has been some decrease in my attitude towards risk taking.
- e) There has been significant decrease in my attitude towards risk taking.

Comments: _____

10. How has your time horizon changed after subscribing stock options loans? Do you e.g. in your decision making use a longer or a shorter time horizon than before?

- a) Time horizon has increased significantly.
- b) There has been some increase in time horizon.
- c) There hasn't been any change.
- d) There has been some decrease in time horizon.
- e) There has been significant decrease in time horizon.

Comments: _____

11. How has your attitude towards growth in Metra and/or in your division changed after subscribing stock option loans?

- a) There has been significant increase in growth-orientation.
- b) There has been some increase in growth-orientation.
- c) There hasn't been any change.
- d) There has been some decrease in growth-orientation.
- e) There has been significant decrease in growth-orientation.

Comments: _____

12. How has your attitude towards profitability in Metra and/or in your division changed after subscribing stock option loans?

- a) There has been significant increase in profitability-orientation.
- b) There has been some increase in profitability-orientation.
- c) There hasn't been any change.
- d) There has been some decrease in profitability-orientation.
- e) There has been significant decrease in profitability-orientation.

Comments: _____

13. Have you become more or less cost-oriented after subscribing stock option loans?

- a) There has been significant increase in cost-orientation.
- b) There has been some increase in cost-orientation.
- c) There hasn't been any change.
- d) There has been some decrease in cost-orientation.
- e) There has been significant decrease in cost-orientation.

Comments: _____

14. How has your attitude towards change and renewal changed after subscribing stock option loans?

- a) I have become much more receptive to change and renewal.
- b) There has been some increase.
- c) There hasn't been any change.
- e) There has been some decrease.
- f) I have become much less receptive to change and renewal.

Comments: _____

15. How important factor are stock option loans when you consider Metra against other possible employers?

- a) They are a crucial factor.
- b) They are an important factor.
- c) They have some importance.
- d) They have only a little importance.
- e) They do not have any importance at all.

Comments: _____

16. Have stock option loans created a "sense of ownership" in you?

- a) Yes
- b) No

Comments: _____

17. How has your attitude towards dividend payments by Metra changed after subscribing stock option loans?

- a) I prefer Metra to pay out much more dividends.
- b) I prefer Metra to pay out a little more dividends.
- c) There hasn't been any change.
- d) I prefer Metra to pay out a little less dividends.
- e) I prefer Metra to pay out much less dividends.

Comments: _____

18. Do you think that stock option loans have had any incentive effect among those middle-level managers who weren't allowed to subscribe them? Do they work harder to be allowed stock option loans in the future?

- a) There has been a big incentive effect.
- b) There has been some incentive effect.
- c) There hasn't been any change.
- d) There has been some disincentive effect.
- e) There has been a big disincentive effect.

Comments: _____

19. After subscribing the stock option loans have you focused more or less on the effect of your decisions on shareholder wealth than before?

- a) There has been significant change towards shareholder wealth.
- b) There has been some change towards shareholder wealth.
- c) There hasn't been any change.
- d) There has been some change away from shareholder wealth.
- e) There has been significant change away from shareholder wealth.

Comments: _____

20. Have stock option loans given you incentive to work harder for Metra?

- a) There has been significant increase in effort.
- b) There has been some increase in effort.
- c) There hasn't been any change.
- d) There has been some decrease in effort.
- e) There has been significant decrease in effort.

Comments: _____

Questions on the Value of the Stock Option Loans

21a. Questions 21a and 21b are only for those managers who subscribed the 1994 stock option loan.

At the time you subscribed the 1994 stock option loan how much did you think that the value of one option (which entitles to subscribe one B-share) was? (Please do not take into account the stock split which Metra made last spring).

FIM _____.

Comments: _____

21b. How much do you think that you had to pay for one option (which entitles to subscribe one B-share) by accepting lower-than-market interest payments on the 1994 loan you gave to Metra?

FIM _____.

Comments: _____

22a. Questions 22a and 22b are only for those managers who subscribed the 1996 stock option loan.

At the time you subscribed the 1996 stock option loan how much did you think that the value of one option (which entitles to subscribe one B-share) was? (Please do not take into account the stock split which Metra made last spring)

FIM _____.

Comments: _____

22b. How much do you think that you had to pay for one option (which entitles to subscribe one B-share) by accepting lower-than-market interest payments on the 1996 loan you gave to Metra?

FIM _____.

Comments: _____

23. In your opinion, which one of the following has more influence on the value of stock options: general stock market trend or the performance of the company?

- a) The general stock market trend is much more important.
- b) The general stock market trend is somewhat more important.
- c) They are both equally important.
- d) The performance of the company is somewhat more important.
- e) The performance of the company is much more important.

Comments: _____

“Personal” Questions

24. Have you had any difficulties in financing the loan portion in either one of the two stock option loans?

- a) I had some difficulties in the 1994 loan.
- b) I had some difficulties in the 1996 loan.
- c) I didn't have any difficulties.

Comments: _____

25. How are you going to convert your options into money?

- a) By selling the stock option part of the stock option loan.
- b) By subscribing the shares and then selling them immediately.
- c) By subscribing the shares and then keeping them in my portfolio.

Comments: _____

26. This question is only for those who are under Finnish taxation and have subscribed the 1994 stock option loan.

What effect did the change in the Finnish tax treatment of stock option loans have on you?

- a) Stock options lost most of their motivating power.
- b) Stock options lost some of their motivating power.
- c) There was no change.
- d) Stock options gained some more motivating power.
- e) Stock options gained much more motivating power.

Comments: _____

27. Do you think that after subscribing the stock option loans your “Metra-risk” has increased? Is your personal wealth too much dependent on Metra’s performance?

- a) “Metra-risk” has increased significantly.
- b) There has been some increase in “Metra-risk”.
- c) There hasn't been any change.
- d) There has been some decrease in “Metra-risk”.
- e) “Metra-risk” has decreased significantly.

Comments: _____

28. Do you think that the media criticism that stock option loans have received in Finland is justified?

- a) Criticism is justified.
- b) Some of criticism is justified.
- c) Criticism is not justified.
- d) I do not follow Finnish news.

Comments: _____

Questions on Improving Stock Option Loans

29. In your opinion, how well do the stock option loans fit into the overall management incentive system in Metra?

- a) They fit very well into the system.
- b) They fit into the system, but there are some problems.
- c) They do not fit into the system, but they cause no harm.
- d) They do not fit and their effect is negative.

Comments: _____

30. Do you think that

- a) Stock option loans are a simple and easily understood way to motivate managers?
 - 1. Yes
 - 2. No.

Comments: _____

- b) Stock option loans are an objective way to motivate managers?
 - 1. Yes
 - 2. No

Comments: _____

- c) Stock option loans are a fair way to motivate managers?
 - 1. Yes
 - 2. No

Comments: _____

31. Please rank the following motivating factors in order from 1 to 5 so that the factor which has the largest motivating effect on you becomes first.

- Salary
- Future increases in salary
- Bonus system
- Advancement in the organisation
- Stock option loans.

Comments: _____

32. Are there any features in 1994 and/or 1996 stock option loans, in their use in Metra or in their terms which you find especially positive or negative:

Positive features: _____

Negative features: _____

33. In your opinion, are there any better alternatives than stock option loans to be used as management compensation in Metra?

a) Yes. Which and why? _____

b) No.

34. How would you improve stock option loans and/or their use in Metra?

Thank you for your time and effort!

LIITE 6 Kysymyksen 31 vastausten jakauma

